中国经济
大变局下的可持续发展

（套装共10册）



中信出版集团
CITIC Press Group

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

中国经济
大变局下的可持续发展

（套装共10册）



中信出版集团
CITIC Press Group

中国经济-大变局下的可持续发展（套装共10册）

IKMResearch 蔡昉 等 著

中信出版集团

目录

中国式创新孵化

中国经济如何行稳致远

中国经济发展新阶段的机遇

中国经济的未来：热点、难点和增长点

读懂“十四五”：新发展格局下的改革议程

管清友的股票投资课：做趋势的朋友

金融激荡300年

中国REITs市场建设

新零售：低价高效的数据赋能之路

新普惠经济：数字技术如何推动普惠性增长

中国式创新孵化

把握时代机遇的路径

IKMResearch 著

中信出版集团

目录

第1章 中国创新时代背景
1.1 当下中国创新的历史背景和经济情况
1.2 中国经济发展的制约因素
1.3 “中国式”投入成效降低，中国面临创新压力
第2章 开辟创新时代，人类史上最大的创业潮
2.1 历史发展中的创业潮
2.2 第四次创业潮肩负时代创新重任
2.3 风起云涌的中国四次创业潮历程
2.4 深入剖析对比四次创业潮
2.5 第四次创业潮在曲折中发展
2.6 中国企业家精神薪火相传
第3章 具有中国特色的孵化之路
3.1 正确的孵化有助于创业企业取得创业早期的成功
3.2 中国式孵化的质量参差不齐
3.3 中国式孵化得到政策支持
3.4 中国式孵化经历的三个阶段及资源的局限性
3.5 体制外孵化并非孵化的唯一选择
3.6 中国的孵化迎来最好的发展机遇
3.7 中国的孵化仍处于探索初期
第4章 中国现代孵化面临的挑战与机遇
4.1 中国现代孵化正处于开端时期
4.2 中国现代孵化面临内外多重考验
4.3 科技进步导致孵化模式蜕变
4.4 近几年的孵化热点
4.5 孵化的核心在于科技
第5章 孵化行业的近况
5.1 至少1 000家孵化机构面临倒闭的风险，市场洗牌加速
5.2 资本市场对孵化载体的热情开始下降
5.3 银行新型业务涉足孵化融资生态圈，开启创投孵化2.0时代

5.4 构筑优质孵化环境，护航中国经济发展

结语

第1章

中国创新时代背景

1.1 当下中国创新的历史背景和经济情况

历史背景

中国处于被遗忘的历史背景中

据经济史学家研究，13—19世纪，中国经济处于人均水平无显著提高的状态，尽管中国在经济总量上位居全球第一。

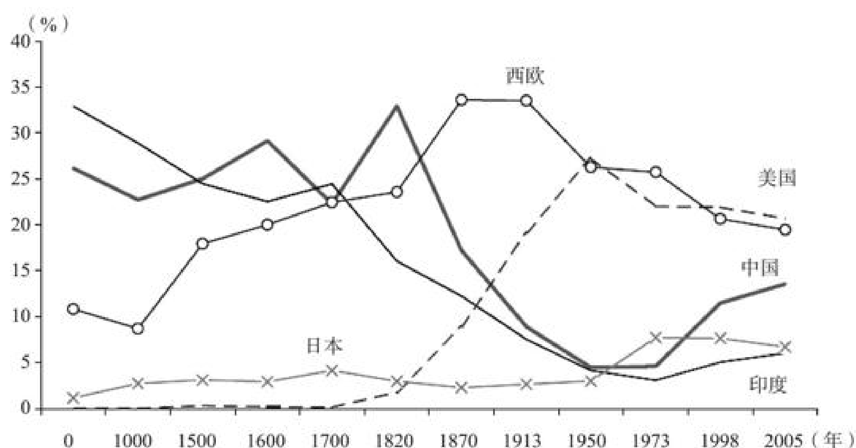


图**1–1** 公元**1—2005**年，主要经济体**GDP**（国内生产总值）占全球**GDP**比重情况

数据来源：Tables of the late British Economist Angus Maddison（2010），IKMResearch

但19世纪40年代以后，中国与印度同时错失整个工业发展的黄金时代，人均GDP也持续下降。根据熊彼特的观点，正是由于缺乏创新，经济发展才呈现出下降的势头。

10—13世纪的宋朝是中国封建时代科技发展最快的时期，思想受束缚因素较少。宋朝是中国古代经济、文化、教育与科技创新最繁荣的时代，当时中国的GDP位居世界第一。

文艺复兴时期的欧洲有着包容的社会氛围，为近代科学和技术的发展创造了有利条件。英国成为世界上第一个科技强国，法国紧随其后，进入科技强国之列。19世纪中期，技术创新依赖科技理论知识，科学与技术互相促进，德国、美国引领了第二次工业革命的发展，也进入世界科技强国行列。

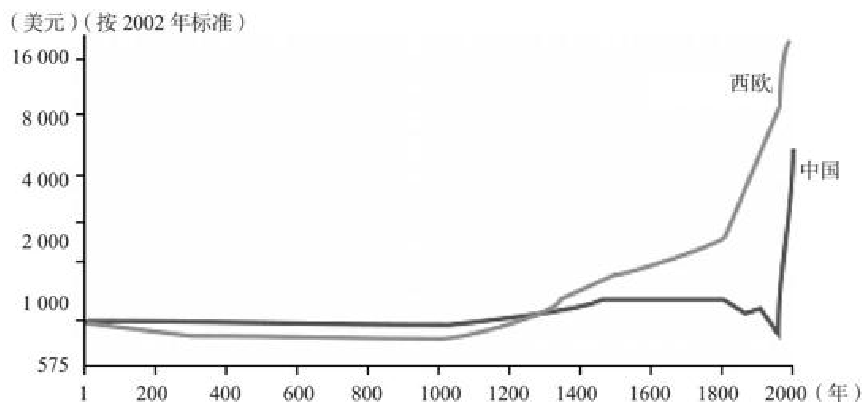


图**1–2** 公元**1—2000**年，中国与欧洲人均**GDP**对比

数据来源：Maddison Angus（2001），The World Economy，IKMResearch

20世纪以来，科学理论和技术创新加速发展，形成了科技产业制度之间创新的互动发展机制，以及世界科技强国新格局，带动了第三次工业革命的发展。20世纪60年代至今，是人类社会产生重大变革，科技爆发的全新时期，全球一体化进程加快。

对比中国与欧洲的人均GDP，中国在改革开放前近2　000年的时间里，人均GDP只是略有增加——经济增长水平勉强超过人口增长水平。

1840年以后，中国的人均GDP水平继续下降，主要是因为创新不足。熊彼特认为“创新是经济发展的本质规定”，他把经济分为“增长”与“发展”两种情况。如果是由人口和资本增长带动的经济增长，则不能称作发展。“因为它没有在质上产生新的现象，而只有同一种适应的过程，像在自然数据中的变化一样。”“我们所指的发展是一种特殊的现象，同我们在循环流转或走向均衡的趋势中可能观察到的完全不同。它是流转渠道中自发和间断的变化，是对均衡的干扰，它永远在改变和代

替以前存在的均衡状态。我们的发展理论只不过是对这种现象和伴随它的过程的论述。”所以，“我们所说的发展，是指执行新的组合。”这就是说，发展是经济循环流转过程的中断，也就是实现了的创新，创新是发展的本质。

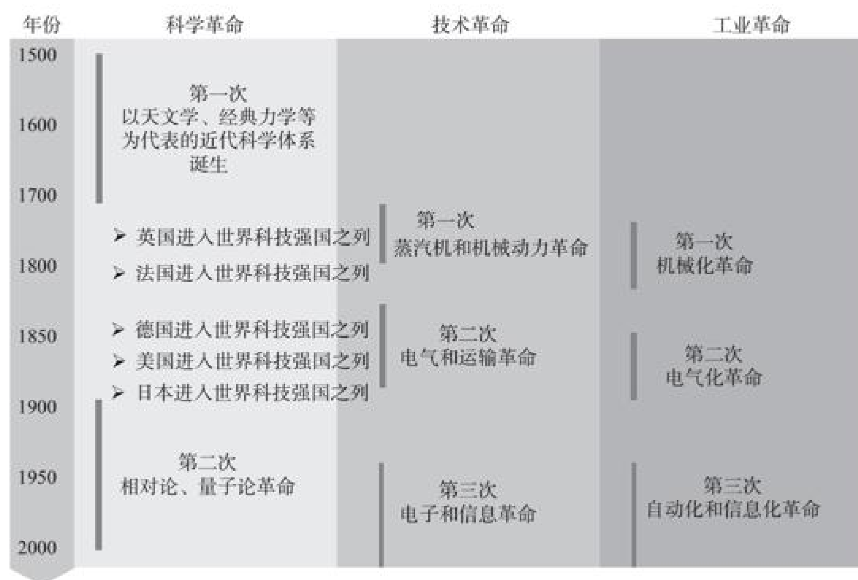


图1–3 新技术革命爆发后，世界科学中心转移[1]

数据来源：《科技强国建设之路》，IKMResearch

1949年中华人民共和国成立后，由于历史积累、自然灾害等原因，在建国初期和1966—1976年出现了经济倒退的现象。1985—2015年的30年间，中国GDP的年均增速达到了9.4%，其中，1992—1994年的GDP年均增速超过了13%。但2015年，中国GDP增速下滑至6.9%，不及年初设定的目标7%，是自1990年以来的最低水平。2017年，中国GDP增速为6.9%，2018年的GDP增速为6.6%，2019年的GDP增速回落至6.1%。中国经济从高速发展期渐渐进入平稳发展期，未来几年内仍可能继续面临下行的压力。

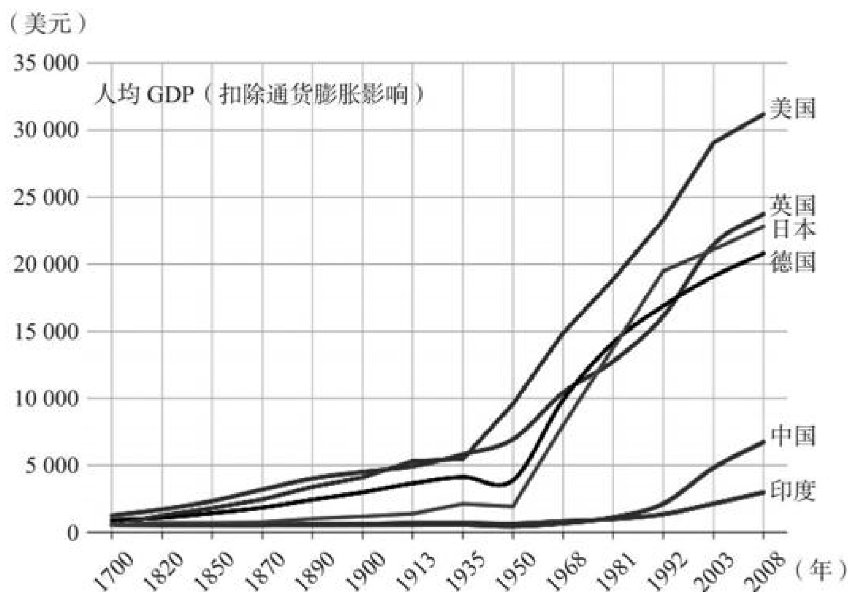


图1–4 工业革命爆发以来，全球各大经济体人均**GDP**变化情况

数据来源：世界银行，IKMResearch

中国经济增长对世界经济增长的贡献率接近30%。国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望》显示，世界前五大经济体分别为：美国、中国、日本、德国、英国。目前，中国的经济增速在世界前五大经济体中仍处于首位。2019年，德国GDP实际增长了0.6%，为34359.90亿欧元。

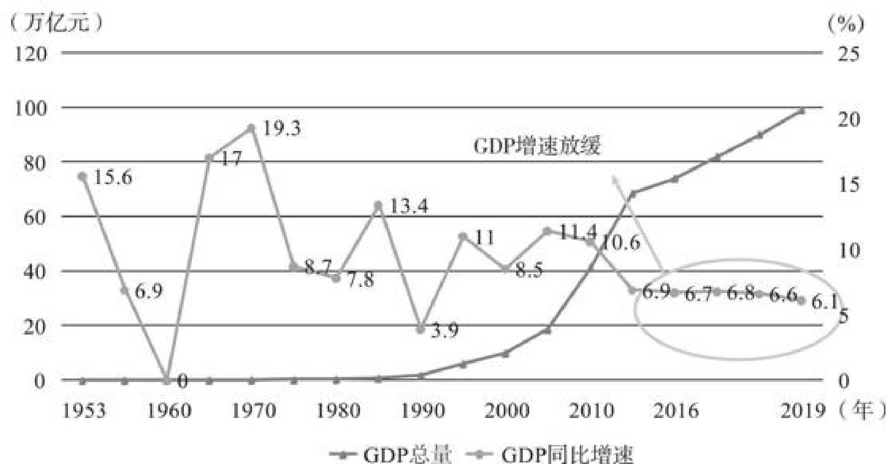


图1–5 1953—2019年，中国**GDP**增长状况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

2000年，美国的GDP突破10万亿美元后，增速维持在2%~3%；2014年，中国的GDP突破10万亿美元后，GDP增速仍处于中高速增长水平。

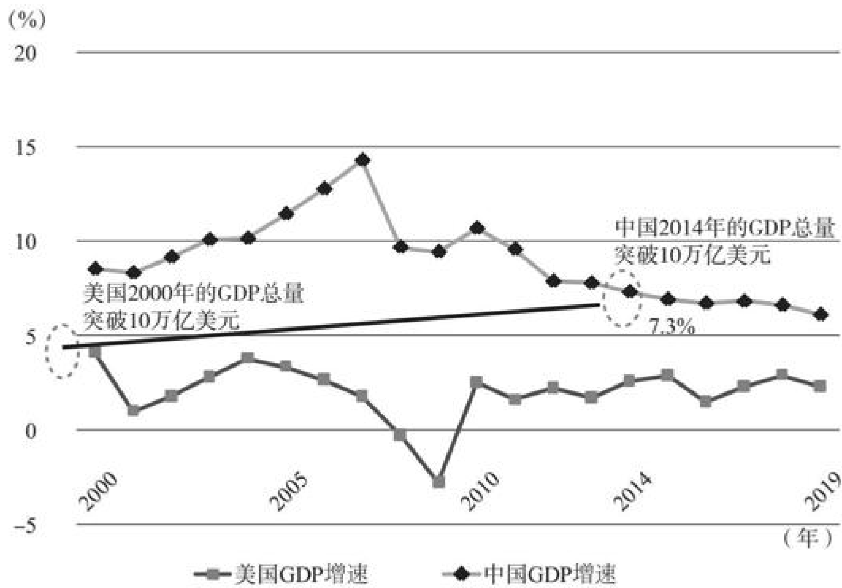


图1–6 中国与美国GDP增速对比

数据来源：国家统计局，IKMResearch

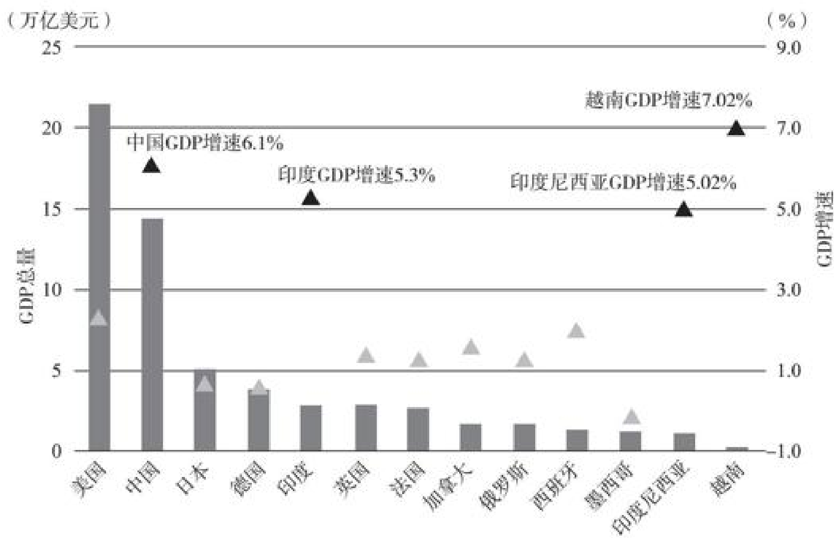


图1–7 2019年，全球主要经济体的GDP总量及GDP增速

数据来源：各国统计局公开数据，IKMResearch，2020

最近几年，中国、印度、蒙古与越南的经济增速领跑全球。

印度GDP在2014—2018年创下了平均7.7%的增长神话，更在2018年第二季度达到了创纪录的8.2%。国际货币基金组织与世界银行已经相继认可，印度在2017年的GDP总量超越法国，印度已成功晋级为全球第六大经济体。越南近几年的进步迅猛，2019年的GDP增速甚至达到了7.02%。

中国目前仍然是世界上最大的发展中国家

改革开放已超过40年，中国实现了从站起来、富起来到强起来的伟大飞跃，但当下中国的生产力依旧未达到现代化国家的水平，人均GDP水平还低于发达国家。

截至2020年3月18日，全球230个国家和地区的人口总数为75亿8 520万人。中国排名世界第一；印度排名世界第二，人口数量达到13亿5 405万人。人口总数排名世界第三至第十的国家分别是，美国、印度尼西亚、巴西、巴基斯坦、尼日利亚、孟加拉国、俄罗斯、墨西哥。其中，中国与印度人口总数相加约占全球人口总量的36%。

仅从恩格尔系数上看，中国在数值上已经进入富裕国家行列。2019年，中国居民恩格尔系数为28.2%，比上年下降0.2个百分点。其中城镇为27.6%，农村为30.3%。实际上，中国的低恩格尔系数与发达国家的低恩格尔系数完全不同。中国市场上的食品价格地区之间的差异较大，农村存在食品自给自足的状况。

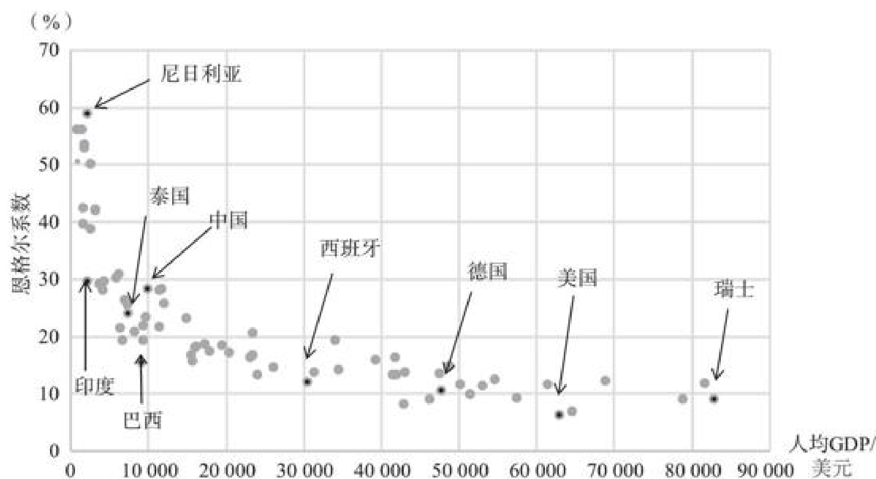


图1–8 中国处于低收入、“低”恩格尔系数状态

数据来源：世界银行，美国农业部经济研究局，IKMResearch

中国居民的生活水平虽仍在不断上升，但距离高收入、低恩格尔系数的水平仍有一定的差距。

中国作为世界第二大经济体，人均GDP与世界其他发达国家和地区还有较大的差距。根据世界银行的统计数据，2018年，中国的人均GDP排名世界第68位，为9 769美元。排名第一的卢森堡的人均GDP几乎是中国的10倍。2019年，中国的人均GDP保持上涨态势，按平均汇率折算，达到10 276美元，仍然处于中等收入国家行列。

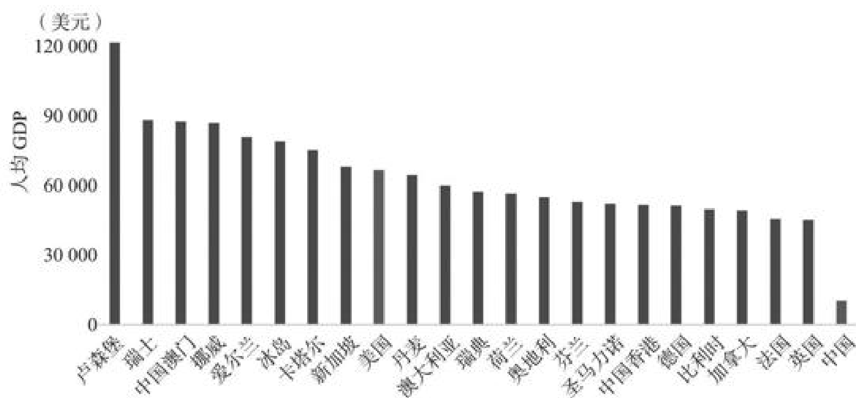


图1–9 2018年，中国与世界排名前20的国家/地区的人均GDP

数据来源：IMF，IKMResearch，2019

在基础设施人均资本存量上，中国只有发达国家和地区的20%～30%。中国在交通、能源、通信等方面的密度和人均水平仍然偏低，公路密度约是世界均值的70%，铁路密度约是世界均值的60%，在世界主要国家中仅高于巴西、俄罗斯。

根据世界经济论坛发布的《2019年全球竞争力报告》，中国经济类基建质量得分为77.9（百分制），在141个经济体中排名第28位，低于日本（93.2分，第5名）、美国（87.9分，第13名）等发达国家。

2019年，中国的城镇化率达到60.6%，比上年提高1.02%，城镇化率保持稳步增长的态势。2018年，中国城镇常住人口8.3137亿人，城镇化率为59.58%，2019年，城市人口略有增长。

1949—1978年，我国城市人口占总人口比重从10.64%增加到17.92%，平均每年提高不到0.3%。改革开放的40多年，我国的城镇化率快速增长，成为中国发展的一大奇迹。

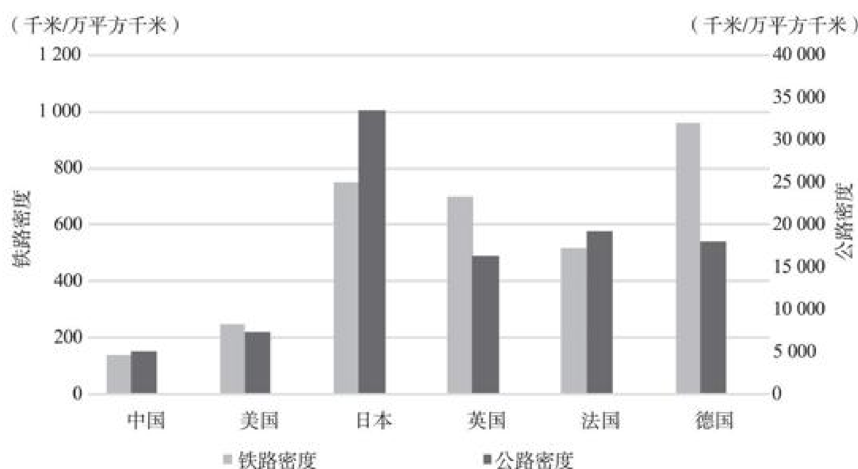


图1–10 世界各主要国家的铁路密度与公路密度情况

数据来源：《全球竞争力报告》，IKMResearch

1978—2019年，全国人口数量增长了1.45倍，而城市人口数量增长了4.91倍。城市人口占总人口数量的比重由17.9%增加到60.6%，平均每年提高1.06个百分点。

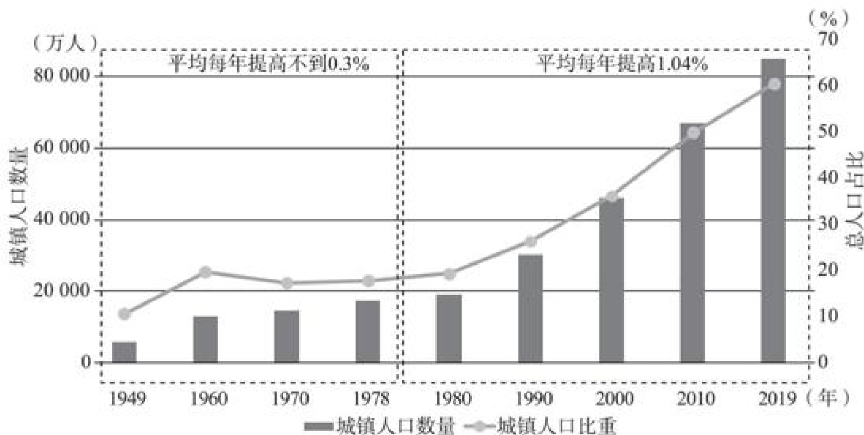


图1–11 1949—2019年，中国城市人口数量与占比

数据来源：国家统计局，IKMResearch

除南部非洲外，大部分高收入国家和地区的城市人口比重已经超过了70%（发达国家甚至超过了80%），而低收入国家和地区的城市人口比重还不到60%，南部非洲和南亚地区的城市人口比重甚至低于40%。

城镇化深刻地改变了中国的社会经济格局，使中国的重化工业、大规模基础设施投资、房地产等行业飞速发展。目前，中国60.6%的城镇化率稍高于54.8%的世界平均水平，但明显低于高收入经济体81.5%和中高收入经济体65.5%的水平。

改革开放40多年，中国的城市数量由193个增加到657个，这种快速的城镇化进程，在世界上都是少有的。

同时，城镇化进程过快也导致了一系列不协调的问题，比如有些人口数量多的城市，城镇化水平却不高。按人口数量排序，中国内地人口数量最多的16个城市依次为：重庆、上海、北京、成都、天津、广州、深圳、石家庄、武汉、哈尔滨、苏州、临沂、保定、郑州、邯郸、潍坊。统计显示，中国人口超过800万的30个城市中，除4个直辖市外，其余26个城市都位于华北平原、长三角和珠三角地区。但周口、南阳和邯郸都属于经济欠发达、人口净流出的区域，这些城市的户籍人口均超过了1 000万。这是因为地级市下辖了大量的县和县级市。

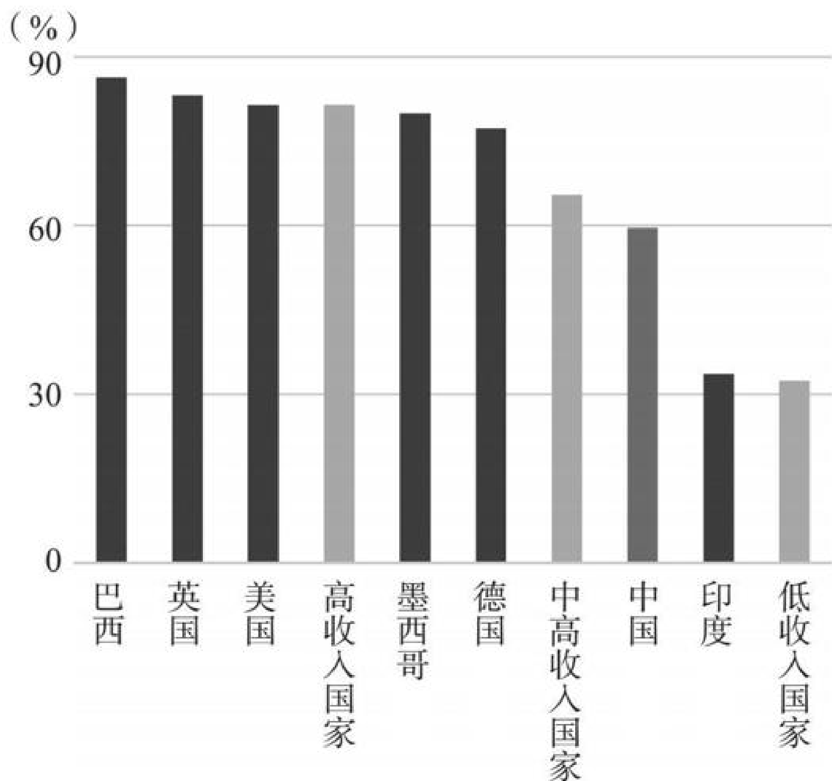


图**1–12** 中国当前的城镇化率低于中高收入经济体的城镇化率

数据来源：世界银行，IKMResearch（中国以外的国家和地区均为2017年的数据）

中国人口占世界总人口的1/6以上，人均GDP低于世界平均水平，城镇化水平不高且发展不协调，中国仍旧是世界上最大的发展中国家。

中国经济向前发展存在痛点

近年来，中国的经济发展取得了较大进步。1952—2018年，中国人均GDP从119元提高到64 600元，实际增长约543倍。2019年，中国人均GDP已经突破10 000美元，但仍低于2018年世界银行公布的全球居民人均收入水平（11 100.88美元）。2018年，瑞士的人均收入达到了83 580美元，位居世界第一，挪威、卢森堡、美国、卡塔尔、丹麦、爱尔兰、新加坡、瑞典、澳大利亚等国家和地区均排在前列。

目前，中国已成为世界第二大经济体、货物贸易第一大出口国、外汇储备第一大国、服务贸易第二大国、使用外资第二大国、对外投资第

二大国，但中国GDP正处于从高速增长向中高速增长换挡的阶段。换挡过程中，中国经济增长面临许多困难。

“中等收入陷阱”

“中等收入陷阱”是新兴国家和地区经济发展过程中普遍会面临的难题之一。主要表现在经济增长过度依赖资源开发、科学技术落后、贫富差距悬殊等方面。如果一个达到中低收入标准的国家超过28年未达到中高收入标准，即可认为其落入中等收入陷阱。而达到中高收入标准的国家在14年之内还未达到高收入标准，则可认为其落入中高收入陷阱。

根据世界银行数据，2008年，中国人均GDP约为3 471美元，已正式成为中高等收入国家；2018年，中国人均GDP达到9 769美元。如果2021年前，中国人均GDP无法跨过10 064美元的门槛，则可认为中国落入中高收入陷阱。2019年，中国人均GDP终于突破10 000美元，中国跻身中等偏上收入国家行列。

2000年左右，俄罗斯、巴西、墨西哥等国的人均GDP开始高速增长，在10年左右的时间翻了三四倍，在2008—2010年，人均GDP纷纷达到10 000美元；然而，接下来的近10年时间，这些国家的人均GDP却再没有大的波动。

成功跨过中等收入陷阱的国家屈指可数，中国处在关键时刻

20世纪60年代以来，全球100多个中等收入经济体中只有十几个跨越了中等收入陷阱，成功进入高收入国家和地区的行列。

1950年至今，新出现的52个中等收入国家和地区，已有35个落入中等收入陷阱。在这35个国家中，有13个拉美国家，11个中东、北非国家，6个撒哈拉以南非洲国家，3个亚洲国家，2个欧洲国家。其中，一些国家已经陷入中等收入陷阱相当长的时间，如秘鲁、哥伦比亚和南非已在“中等收入陷阱”受困长达60年，委内瑞拉在“中高收入陷阱”中受困也已超过60年。

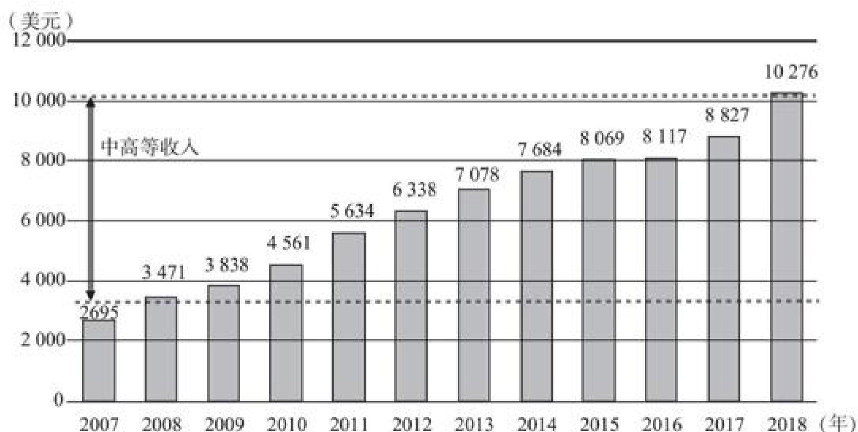


图1–13 2007—2018年，中国人均GDP增长情况

数据来源：世界银行，IKMResearch，2019

国际上公认成功跨越中等收入陷阱的国家和地区有日本和“亚洲四小龙”等，而就规模较大的经济体而言，仅有日本和韩国实现了由低收入国家向高收入国家的跨越。日本的人均GDP在1972年时接近3 000美元，到1984年时突破1万美元；韩国的人均GDP在1987年时超过3 000美元，1995年时达到了11 469美元。从中等收入国家迈过高收入国家的门槛，日本花了大约12年时间，韩国则用了8年。

日本跨越中等收入陷阱时，全国人口数量为1.2亿，韩国仅为4 500万。中国的总人口数量多，与日本、韩国相比，跨越中等收入陷阱的难度更大。

在52个新兴国家中，日本是一个自然资源匮乏的国家，并且面临严重的人口老龄化问题，无法长期依赖自然资源和人口资源投入获得产出。日本能成功跨越中等收入陷阱，创新的作用无疑是巨大的。国际权威研究机构汤森路透发布的2017年全球创新企业前100排名，日本上榜企业为40家，数量超过美国（35家），居全球第一。从20世纪50年代到80年代，日本实现了轻工业—重工业—第三产业的适时转换升级，完成了由“贸易立国”到“技术立国”，再到“文化立国”的转变。

中国经济增长期望被外界不断“下调”

根据世界银行发布的高收入国家标准，人均GDP超过约12 616美元就属于高收入国家。在全球近200个经济体中，人均GDP超过10 000美元的是少数。国家统计局发布的中国2019年GDP增速为6.1%，预计

2020年GDP增速有一定压力。

在不断下调的经济发展预期之下，未来5年是中国跨越中等收入陷阱的重要时刻。

经济高速增长面临边际效应

长期以来，中国都是工业带动经济的发展，有较为明显的投资拉动特征。1978—2015年，GDP年均增长9.65%。从生产要素投入贡献的角度分析，1978—2015年，我国固定资本形成总额实际年均增长11.5%，实际资本存量年均增长11.7%；就业人数从46 299万（调整后劳动力数据）增加到77 451万，年均增长1.4%，表现出生产要素投入快速增长的特征。测算显示，资本积累对经济增长的贡献率为48.67%，劳动力总量增长的贡献率为8.71%，全要素生产率贡献率[2]为42.62%。

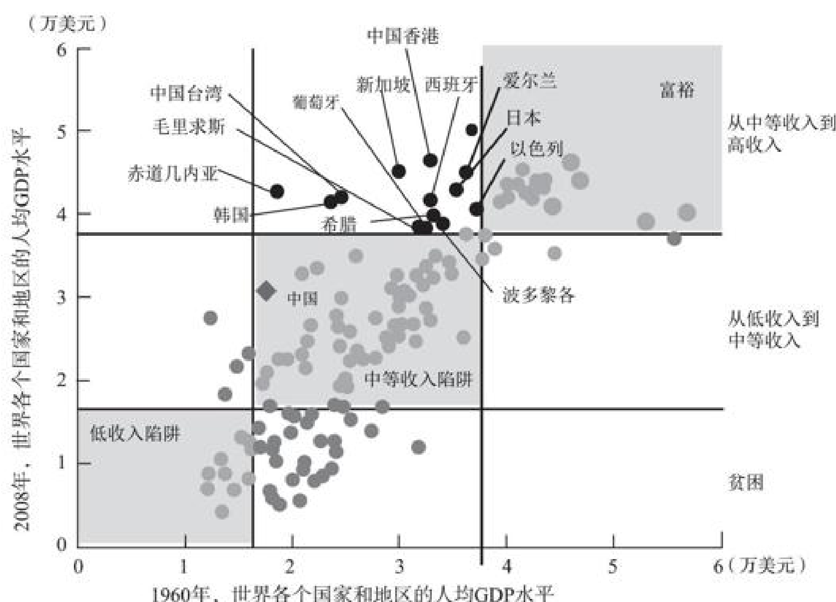


图1–14 成功跨过中等收入陷阱的国家和地区

数据来源：世界银行发表于2012年的报告：《2030年的中国：建设现代、和谐、有创造力的高收入社会》

虽然与发达国家和地区经济增长的70%以上依赖全要素生产率仍有较大差距，但依然对经济增长有重要作用。

2019年，全国地方政府债务限额为24.08万亿元，与2018年末（地

方政府债务余额18.39万亿元）相比略有上升。其中，一般债务限额133 089.22亿元，专项债务限额107 685.08亿元。加上中央政府债务余额16.8万亿元，按照国家统计局公布的GDP初步核算数数据（99.09万亿元）计算，政府的负债率（债务余额 /GDP）在38.5%左右，低于《马斯特里赫特条约》发布的负债率60%的政府债务风险控制标准参考值，也低于主要市场经济国家、地区和新兴市场国家水平。

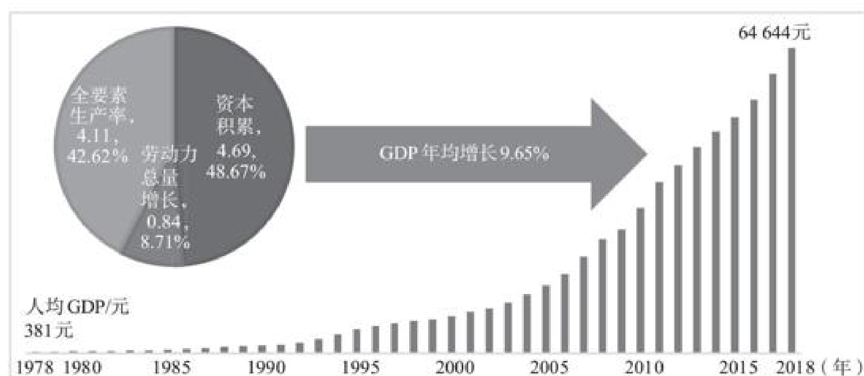


图**1–15** 中国经济具有较为明显的投资拉动特征

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2018

然而，以资本拉动GDP增长的可行性不断下降，资本投资推动的收益已有所下降。按ICOR（增量资本产出率）衡量，中国的GDP产出所需成本不断增高。1990—2010年，中国的增量资本产出率为3.4，即3.4单位的投资可以产出1单位的GDP。2010年之后，增量资本产出率上升到了5.4，这表明，目前中国产出每单位GDP所需的资本增加了60%。2010年前后，劳动人口占总人口的比重开始下降，人口红利开始减少，劳动力工资，特别是非熟练劳动力工资快速上升，这使得中国的制造业竞争力开始下降。根据世界银行发布的《世界发展指标》，2010—2015年，中国的增量资本产出率平均为5.4，低于发展中经济体的水平（6.1），世界平均水平（8.5），更低于发达经济体的水平（12.1）。但依靠资本投入来拉动经济增长的优势不断减少，与发展中经济体不断持平。我国是人口大国，劳动力对经济增长的作用不容忽视，但劳动力数量的增长对经济增长起到的作用较小，且呈现递减趋势。

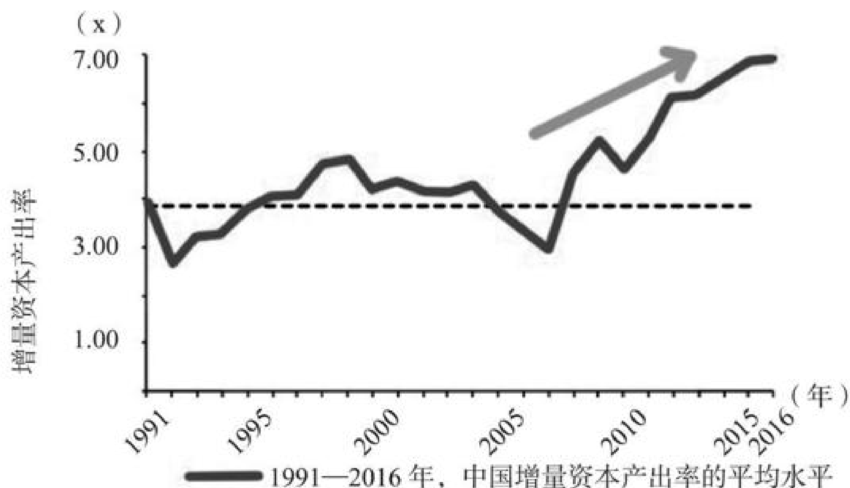


图1–16 中国增量资本产出率快速上涨

数据来源：IMF，IKMResearch

按此趋势发展，到2030年，中国的增量资本产出率将比其他金砖国家目前的水平高出17%，接近美国、韩国等发达经济体当前的数值。相比日本、韩国、中国台湾等国家和地区跨越中等收入陷阱时的情况，中国的投资更大、资本密集度更高。

未来中国以投资拉动经济增长的模式将面临多重制约。中国的资本产出比已经上升到了历史高位，投资和资本高增长导致供给端增量资本的产出边际减少。资本投入与劳动力投入对GDP的推动放缓，除了依赖创新，还需快速提高效率。

1.2 中国经济发展的制约因素

改革开放40余年，中国的经济环境已经发生巨大转变，高速增长的经济面临边际效应，中国已不能再依赖劳动人口数量的增长和固定资产投资来维持GDP增长。

经济增速的变化在于经济增长方式和增长动力发生了根本性变化。传统的经济增长动力的减弱将给整体经济带来下行压力，经济增长具体受到以下6大因素制约：1.固定资产投资，2.人口结构变化，3.劳动参与率变化，4.自然环境变化，5.生产率变化，6.其他。

固定资产投资的宏观经济收益不断下降

改革开放的前30年，固定资产投资对中国经济快速增长至关重要，固定资产投资推动了中国经济各个领域的需求增长和就业创造。在这期间，中国的GDP平均增速约为每年10%，固定资产投资增速平均每年约为25%。2003—2012年，中国的固定资产投资增速一直保持在20% 以上。其中2009年，固定资产投资增速达到30.5%，此后逐年下降。到目前为止，中国的资本形成总额在GDP中的占比高达45%。中国是全世界大国中固定资产投资比例最高的国家。

固定资产形成总额是资本形成总额的主要构成部分，固定资产投资增速自2009年后逐步下降，投资对经济的贡献率在逐步降低。2000—2010年，资本形成总额对经济增长的年平均贡献率均超过50%。2013—2017年，最终消费支出对经济增长的年平均贡献率为56.2%，资本形成总额的年平均贡献率仅为43.8%，货物和服务净出口的年平均贡献率几乎为零。

2018年1~12月，全国固定资产投资（不含农户）635 636亿元，同比增长5.9%，增速与1~11月持平，比上年同期回落1.3 %。从环比速度看，12月固定资产投资（不含农户）增长0.42%。其中，民间固定资产投资394 051亿元，比上年增长8.7%，增速比上年提高2.7 %。

2019年1~12月，全国固定资产投资（不含农户）551 478亿元，比上年增长5.4%，增速比1~11月加快0.2%。从环比速度看，12月固定资

产投资（不含农户）增长0.44%。其中，民间固定资产投资311 159亿元，比上年增长4.7%，增速比1～11月加快0.2%（2019年固定资产统计口径有更新）。

从产业上看，第一产业投资12 633亿元，比上年增长0.6%，增速比1～11月下降0.1%；第二产业投资163 070亿元，增长3.2%，增速加快0.8%；第三产业投资375 775亿元，增长6.5%，增速回落0.2%。第二产业中，工业投资比上年增长4.3%，增速比1～11月加快0.6%。其中，采矿业投资增长24.1%，增速回落1.2%；制造业投资增长3.1%，增速加快0.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长4.5%，增速加快0.9%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）比上年增长3.8%，增速比1～11月回落0.2%。其中，铁路运输业投资下降0.1%，增速比1～11月增长1.6%；道路运输业投资增长9.0%，增速加快0.2%；水利管理业投资增长1.4%，增速回落0.3%；公共设施管理业投资增长0.3%，增速加快0.1%。

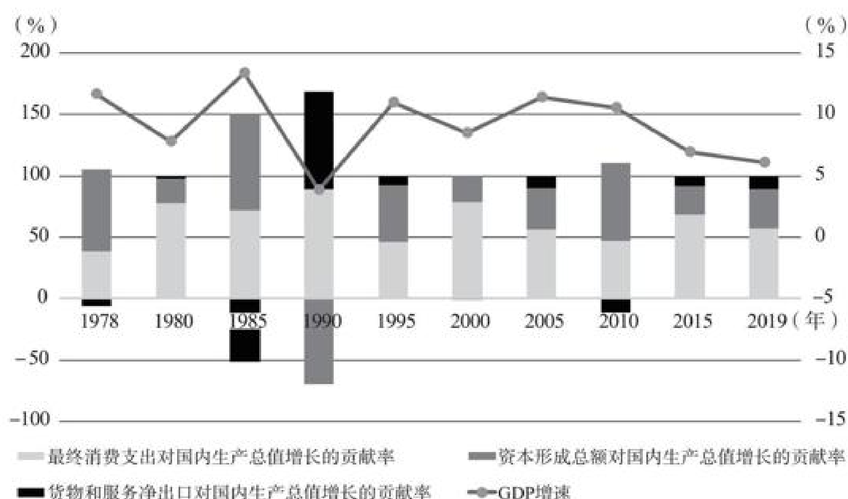


图1–17 资本形成作为经济引擎的作用力减弱

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2019



图1–18 固定资产投资投入情况与资本形成对GDP的拉动

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2019

2012年以来，我国基建投资同比增速一直维持在20% 左右，远高于房地产投资和制造业投资。在民间投资持续疲软的情况下，以政府主导的基建投资成为我国固定资产投资主要的增长来源，投资占比也从2012年的21% 上升到2016年的25%。2017年，房地产投资总额在11万亿元左右，商品房销售面积在19万平方米左右，商品房销售额超过13万亿元；房地产直接拉动GDP 1.01%，比2016年增加了约0.301%。2018年，房地产开发投资额达12万亿元，商品房销售面积达17.1654万平方米，商品房销售额在14.9973万亿元以上。房地产对中国经济的贡献还不仅限于房地产行业本身，从拿地到施工、销售、竣工、交房、装修等生产环节，对建筑业、园林业、建材、机械加工、家电、家具、仓储、物流、金融（按揭贷款）等57个相关产业，均有不同程度的贡献。

2019年，固定资产投资主要包括地产投资（占比25%左右）、制造业投资（占比30%左右）、基建投资（占比25%左右），采矿业、农林牧渔业等占比较小。

2019年，大规模减税背景下的制造业投资也仍处于顺周期，增速逐步从2018年底的9.5%下降至2019年底的3.1%。

原发性带动固定资产投资的，过去只有地产和基建，2020年新基建创新投入和传统基建稳增，两者都非常重要。

从投资收益到投资风险，固定资产投资的制约因素不断增加。

中国人口结构发生巨变，人口危机突显

庞大的人口数量过去是拉动中国经济增长的重要因素。中国庞大的人口数量一方面是重要的劳动力来源，另一方面也构成了庞大的消费市场。中国最大的人口红利来自1962—1976年的第二次婴儿潮。中国到目前为止，共出现了三次婴儿潮。

第二次婴儿潮给中国社会带来了前所未有的人口红利，但这代人的老去再加上计划生育的实施，使老龄化社会加速到来。据统计，中国排名前1 000名的富豪80%生于1962—1975年，属兔的最多，都是1963年出生的。这些富豪跟美国比年轻了10岁左右，跟日本比年轻了12岁左右。

人口红利减少，人口结构弊端显现。2011年，中国人口结构的拐点出现。从2012年开始，15~64岁劳动年龄人口的总数和占比都开始下降，人口老龄化现象愈发明显。

中国人口结构已经有从金字塔结构向倒金字塔结构发展的趋势。

人口金字塔（population pyramid）的数据显示，2017年，全球老年人口已占全部人口的12.7%，老龄化问题严峻。在“少子高龄”的趋势下，人口老龄化已经成为一个国际问题。

中国已步入老龄化社会

人口老龄化是人类社会发展到一定阶段的产物，是指一个国家或地区因人口出生率下降、预期寿命延长等原因，老年人口占总人口的比重上升的特定社会发展过程。

中国目前已经步入老龄化社会。从统计数据来看，中国的劳动人口占全部人口的比重，最高峰出现在2010年，之后逐年下降。从绝对值的角度来看，中国劳动人口数量在2011年达到最高峰，之后逐年减少。2010年，全国第六次人口普查结果显示，我国60岁以上的人口占总人口的比重为13.26%，其中26个省、自治区、直辖市的65岁以上人口占总人口的比重超过7%，我国已进入国际标准规定的老龄化社会。2014年，中国人口结构出现重要的老龄化标志：1. 65岁以上的人口占总人口的比重第一次超过10%；2. 60岁以上的人口占总人口的比重第一次超过15%。

统计数据显示，2003年，中国65岁以上的老年人口为9　700万左右，占总人口比重的7.5%；2015年，65岁以上老年人口为1.44亿人，占总人口比重的10.5%。中国已经进入老龄化社会，而且老龄化的趋势正在加剧。2011年开始，中国老年人口占总人口比重逐年增加，2015年，老年人口增速已经达到了4.48%。预计到2020年，全世界每4个60岁以上的老年人就有1个生活在中国。根据国家卫生健康委员会预测，我国60岁及以上老年人口数量在2018年底达到了2.49亿；到2033年将突破4亿，占总人口的1/4左右；2050年前后将达到4.87亿，约占总人口的1/3，老年人口数量和占总人口的比重双双达到峰值。

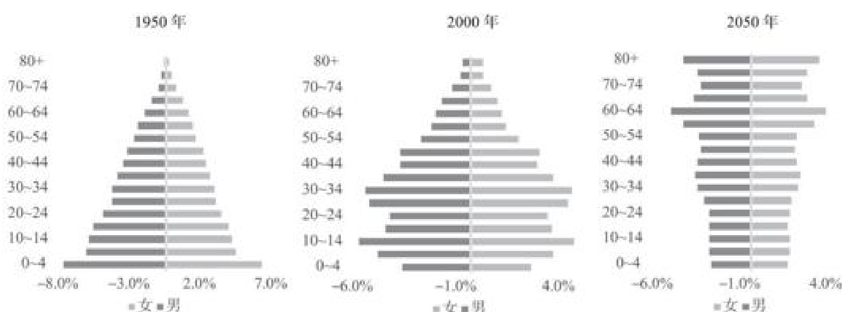


图1–19 中国人口结构变化

数据来源：《联合国人口预测报告》，IKMResearch

中国人口老龄化进程要远远快于很多中低收入和高收入的国家和地区。65岁以上老年人口占总人口的比重从7%上升到14%，中国只用了27年。法国、瑞典和美国60岁以上的人口比重从7%增加至14%　分别用了115年、85年和69年。根据世界卫生组织预测，在今后相当长的一段时间内，老龄化进程仍将加快。2013年，中国80岁及以上老年人有2　260万，到2050年，该数字将乘以4，达9 040万人。

除了进入老龄化社会所需的时间短以外，中国未来的老年人口数量仍将以高速递增。我国在1999年就正式宣布进入老龄化社会，世界上还没有像中国一样“老”得这么快的国家和地区。仅仅用了20年左右的时间，中国的老年人口占总人口的比重就从10%攀升到了20%。过高的老年人口比例也将成为限制经济发展的阻力。日本现在经济不景气，严重的人口老龄化就是原因之一（目前日本65岁以上老年人口占全国人口的比重已经达到27%）。

我国每年约新增1　000万老年人口，预计到2020年，65岁及以上老

年人口占总人口比重将达14%，中国整体将步入深度老龄化社会。据世界卫生组织预测，到2050年，中国将有35%的人口超过60岁，中国将成为世界上老龄化现象最严重的国家。



图1–20 中国老龄化趋势预测

数据来源：UN，IKMResearch

根据中国老龄委预测，到2020年，中国老年人口（60岁及以上）将达到2.48亿，老龄化水平将达到17.17%。老年人口的年平均增速为3.28%，大大超过总人口年均0.66%的增速。到2050年，中国老年人口将超过4亿，老龄化水平将达到30%以上。2051年之后，中国将进入稳定的重度老龄化社会。老年人口规模稳定在3亿~4亿，老龄化水平稳定在31%左右，80岁及以上高龄老人占老年人口的比重将保持在25%~30%。

人口的规模和年龄结构由生育率、死亡率和移徙率三方面共同决定，人口老龄化将凸显税收缺点。

人口变化所带来的潜在税收影响，中国将远大于其他国家。

生育率下降

生育率的下降将会使老年人口增速变快。21世纪以来，由于经济发展和社会进步，人们的生育观念逐渐改变，人口出生率不断下降，世界各国的平均生育率从1950—1955年的4.95‰下降到2005—2010年的2.52‰。

中国的生育率从20世纪80年代的2.7‰下降到2018年的1.6‰左右，成了世界上少有的，既是发展中国家，又是低生育率国家。世界平均生育率为2.45‰。中国目前的生育率已经低于全球平均水平。

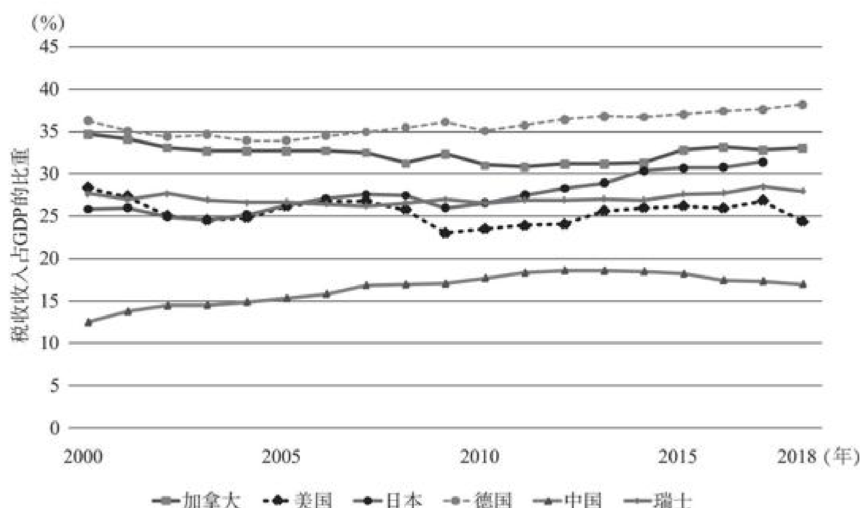


图1–21 世界各主要国家的税收水平对比

数据来源：OECD，国家统计局，IKMResearch，2019

2016年，中国开始施行二孩政策。2016—2017年，二孩的出生率非常高，二孩的出生数量占出生人口数量的一半以上。但距离开放二孩生育的时间已经过去了3年多，没有选择生育二孩的家庭可能不会选择再次生育。

2018年，全国共出生人口1 523万，二孩占比保持在50%左右。

从国家统计局的数据来看，2019年，中国的出生人口为1　465万，人口出生率为10.48‰，出生人口较2018年减少约58万，连续第3年下降。同时，2019年的人口出生率也为1952年以来的最低，总和生育率降至1.52‰，生育意愿大幅降低，育龄妇女规模也已见顶下滑。

保守预测，5年内，中国每年的新生人口数量将跌破1　000万，10年内，中国每年的新生人口数量将跌破800万，这个过程几乎是不可逆的。出生率一旦下降，则难以回到过去的水平。

生育率的下降将导致“婴儿荒”。1950年，每个育龄女性平均约生育4.7个孩子。中国的生育率在近50年内极速下滑，世界银行的数据显示，1960年，中国的生育率达到5.7‰，2016年已降至1.6‰，不仅远

低于2.45‰的全球平均水平，还低于1.67‰的发达国家平均水平。

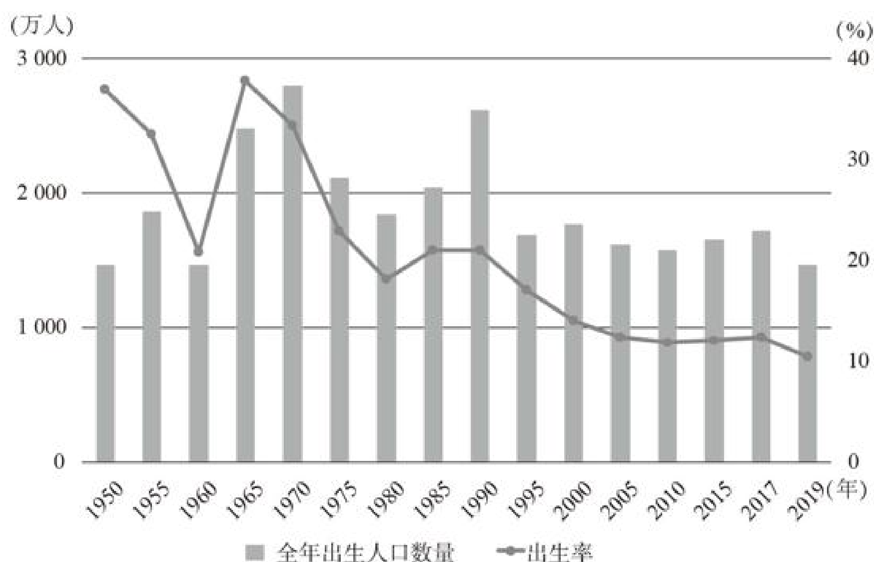


图1–22 1950—2019年，中国出生人口数量与出生率

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2019

当一个国家的平均生育率下降至2.1‰及以下时，人口总数就将开始萎缩（儿童死亡率高的国家更明显）。目前，世界上近一半国家的生育率低于更替水平。2017年，北京和上海的生育率只有0.7‰，远低于日本（1.3‰）、泰国（1.2‰）、韩国（1.0‰）等国家的生育率，处于全球最低水平。

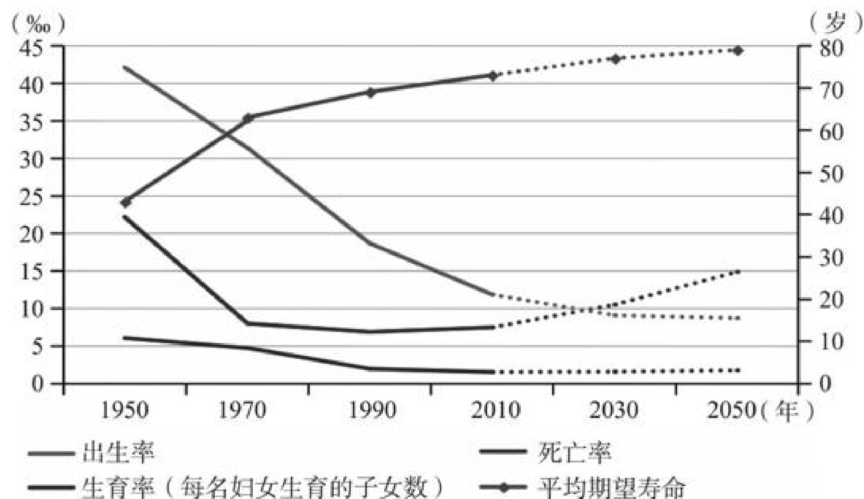


图1–23 1950—2050年，中国人口出生率、死亡率、生育率、平均期望寿命的变化

数据来源：世界卫生组织，IKMResearch

韩国2019年的生育率为0.92‰，平均1名女子终身生产不足1名子女。韩国已经成为世界上第一个零出生率的国家，即死亡人口大于出生人口。

如果中国总和生育率一直保持在1.6‰的水平，人口负增长的现象将提前至2027年出现，2065年，中国的总人口将减少至11.72亿，相当于1990年的人口规模。

人均预期寿命增加

由于医疗条件的改善，人均预期寿命增加。联合国发布的《2019年世界人口展望》显示，1990—2019年，全球人口预期寿命从64.2岁增加至72.6岁。全球卫生组织统计，2019年，在全球224个国家和地区中，男性的平均寿命为70.31岁，女性为75.33岁。

1949年，中国的人均预期寿命不足35岁；2018年，中国的人均预期寿命达到77岁。70年间，中国的人均预期寿命增长了一倍。

世界卫生组织认为，中国的人均健康预期寿命已经反超美国。

全球预期寿命具有显著延长的趋势，中国的人均预期寿命有望更长。

一方面是生育率降低，少子化现象严重；另一方面是人均预期寿命不断延长，再加上庞大的人口基数，中国社会所面临的老龄化问题将会

比任何一个国家都要复杂。人口曾给中国带来了巨大的发展红利，但现在与未来，中国也要面对人口因素带来的变化和影响。

人口结构转变带来短暂的人口红利历史机遇期

过去40多年，中国的经济飞速发展，人口因素功不可没。但随着中国步入老龄化社会，人口结构发生变化，劳动力结构也发生了改变。2011年，我国劳动力人口占总人口的比重达到74%，此后，劳动人口占总人口的比重逐渐下降。

从2012年开始，中国总人口增速已经超过劳动人口增速，劳动年龄人口的负担正迅速加重。

人口红利将成为人口负债

人口发展通常会经历三个阶段。第一阶段的特征为人口的“高出生率、高死亡率、低增长率”；第二阶段的特征表现为人口的“高出生率、低死亡率、高增长率”；第三阶段的特征表现为人口的“低出生率、低死亡率、低增长率”。在人口从第二阶段向第三阶段转变的过程中，人口的出生率大幅降低，抚养少儿人口的支出快速下降，使资本快速积累成为可能。受到人口发展第二阶段高出生率的影响，此时的劳动力供给依然充沛，使劳动力增长成为可能。

一个国家的经济增长主要依赖其潜在增长率。潜在增长率是由资本存量、劳动力、人力资本和全要素生产率等供给要素共同决定的。当人口结构从第二阶段转向第三阶段时，这种特殊的人口结构特征恰好为快速的经济增长提供了必要的资本和劳动力供给条件。此时，人口结构对经济增长的贡献被称为“人口红利”。

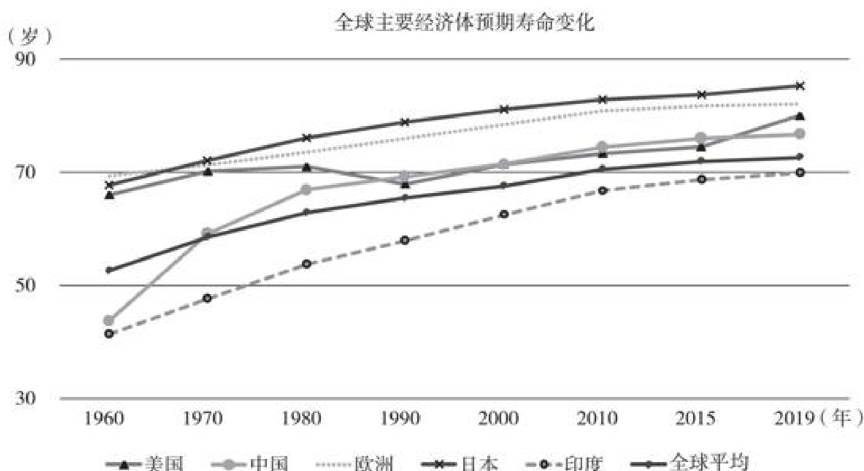


图1–24 中国人均预期寿命高于世界平均水平

数据来源：WHO，IKMResearch

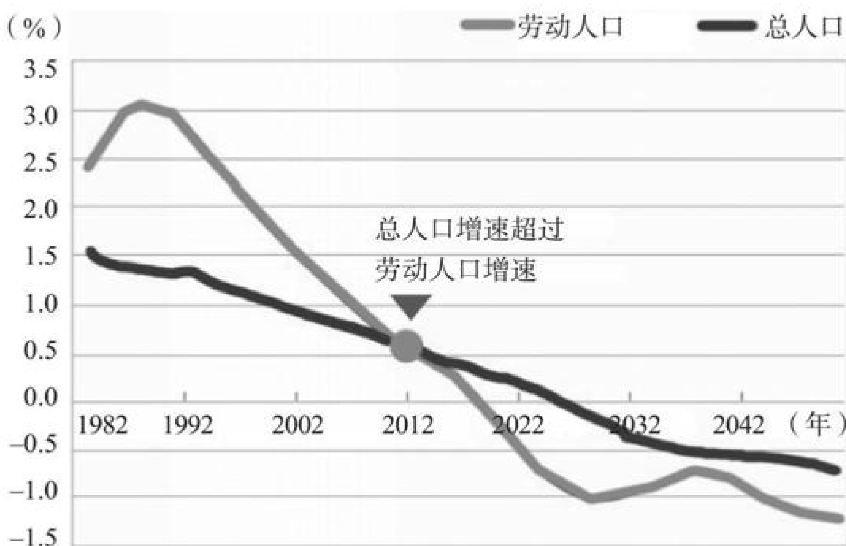


图1–25 1982—2042年，中国劳动人口与总人口增速

数据来源：Bloomberg，IKMResearch

人口红利并非一种没有成本的“馈赠”，相反，人口红利期给经济增长提供了多少好处，人口负债期就要付出相应的代价。

人口红利期时，适龄劳动人口在总人口中所占比重较大，社会抚养比较低，反之亦然。从定量的角度看，人口红利与社会抚养比呈反向变

动的关系。

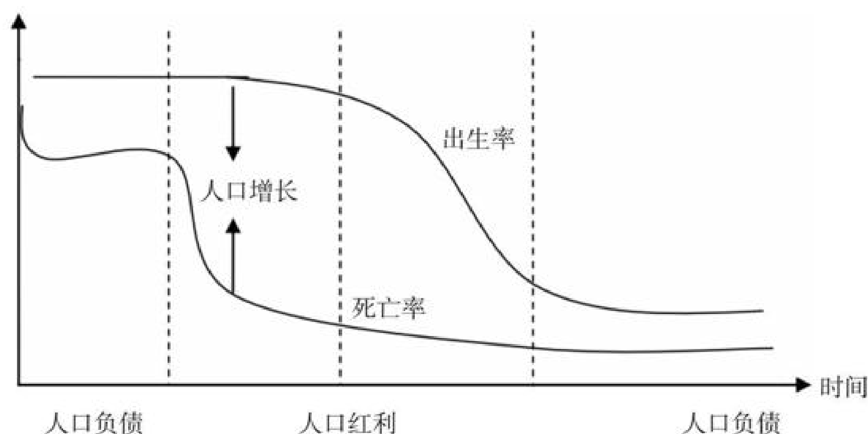


图1–26 人口红利变化图

数据来源：IKMResearch

“十三五”期间，人口红利对经济增长率的贡献降低，2020年之后，人口红利将逐步转变为人口负债。中国的赡养比例，即非劳动人口（主要是老年人和儿童）与劳动人口之比预计将在2020年和2030年分别上升至43%和47%（2050年将达到63%），目前约为38%。

老年人口数量增加，劳动人口快速下降

劳动力是经济发展的核心要素，稳定而高质量的劳动人口是维持经济增长和可持续发展的基础。

新增劳动力供给数量整体呈现下降趋势。“十三五”期间，预计年均新增劳动力1 552万人。

在二孩政策的影响下，2035年，劳动人口短缺这一现象将有所缓解，新增劳动人口数量逐步回升，2046年以后新增劳动供给将再次快速下降。

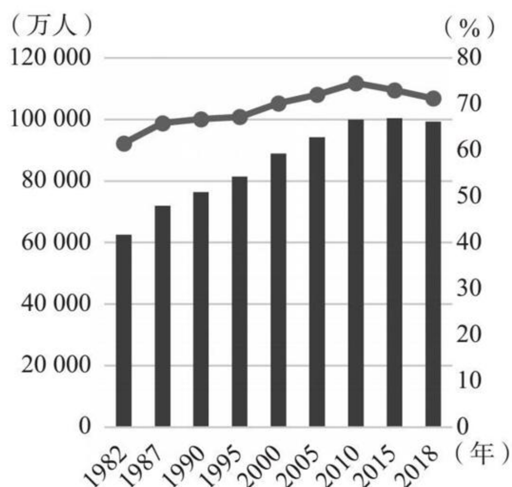


图1–27 中国15—65岁劳动人口数量及占总人口比重

数据来源：CRIC，IKMResearch

劳动人口受教育程度将逐步提高，特别是受过高等教育的劳动人口比重将有明显提高。比较未来劳动人口的供给和需求可以发现，虽然经济增速放缓会带来就业需求的下降，但教育会延迟劳动人口进入劳动力市场的时间，平滑劳动人口供给。在未来的10多年中，劳动人口需求虽然大于供给，但需求缺口并不是太大。

中国老龄化社会负担远大于其他国家

人口老龄化是一个不可逆转的全球性问题，未来15~35年，全球各经济体都将加速步入老龄化社会。联合国的数据显示，目前欧洲60岁及以上的人口占总人口比例最大（占25%），到2050年，全球除非洲以外所有地区60岁及以上人口将接近甚至超过总人口的1/3。到2050年，全球60岁及以上老年人口数量将增长2倍多，2100年将增长3倍以上。全球老年人口在2030年时将达到14亿，2050年将达21亿，2100年将上升至31亿。全球60岁及以上人口增速加快，每5个人中就有1个60岁以上的老年人。

未富先老是全球人口老龄化的重要特征，未来老龄化现象将扩大至较不发达国家和地区以及中等收入国家和地区，全球的养老压力将会越来越重。

中国老年人口比重上升快且老年人口数量大于韩国、日本全国人口

数量。中国人口老龄化带来的社会负担比任何国家都要严重。

表1–1 全球老龄化趋势数据

	60岁及以上人口数量/百万人				百分比变化		老年人口贡献值/%			
年份	2000	2015	2030	2050	2000—2015	2015—2030	2000	2015	2030	2050
世界	607.1	900.9	1 402.4	2 092.0	48.4	55.7	100.0	100.0	100.0	100.0
按发展程度										
较发达地区	231.3	298.8	375.2	421.4	29.2	25.6	38.1	33.2	26.8	20.1
较不发达地区	375.7	602.1	1 027.2	1 670.5	60.3	70.6	61.9	66.8	73.2	79.9
其他较不发达国家	341.9	550.1	938.7	1 484.9	60.9	70.6	56.3	61.1	66.9	71.0
最不发达国家	33.9	52.1	88.5	185.6	53.8	70.0	5.6	5.8	6.3	8.9
按地区										
非洲	42.4	64.4	105.4	220.3	51.9	63.5	7.0	7.2	7.5	10.5
亚洲	319.5	508.0	844.5	1 293.7	59.0	66.3	52.6	56.4	60.2	61.8
欧洲	147.3	176.5	217.2	242.0	19.8	23.1	24.3	19.6	15.5	11.6
拉丁美洲和加勒比地区	42.7	70.9	121.0	200.0	66.1	70.6	7.0	7.9	8.6	9.6
大洋洲	4.1	6.5	9.6	13.2	56.2	47.4	0.7	0.7	0.7	0.6
北美洲	51.0	74.6	104.8	122.7	46.4	40.5	8.4	8.3	7.5	5.9
按收入										
高收入国家	230.8	309.7	408.9	483.1	34.2	32.0	38.0	34.4	29.2	23.1
中高等收入国家	195.2	320.2	544.9	800.6	64.0	70.2	32.1	35.5	38.9	38.3
中低等收入国家	159.7	237.5	393.9	692.5	48.8	65.9	26.3	26.4	28.1	33.1
低等收入国家	21.2	33.2	54.0	114.8	56.2	63.0	3.5	3.7	3.9	5.5

数据来源：UN，IKMResearch

养老金入不敷出

在目前的养老金筹资渠道中，财政补助是一个重要的来源。

人力资源和社会保障部发布的《2019年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》（以下简称《公报》）显示，2019年，基本养老保险、失业保险、工伤保险三项社会保险基金支出合计5.41万亿元，比上年增长约10%，近三年增幅达到近40%。2018年，基本养老保险基金总支出

达4.75万亿元。2018年7月1日，我国实施企业职工基本养老保险基金中央调剂制度，2018年调剂基金总规模达2 422亿元。

中国社科院世界社保研究中心发布的《中国养老金精算报告2019—2050》显示，养老金入不敷出、两极分化的问题日益严重，根据预测，到2035年左右，我国城镇职工养老金的累积结余或将耗尽。

社会抚养比显著上升

老龄化进程持续加快，现有劳动人口的抚养压力也逐步增加。再加上中国人口的平均寿命增加，人口老龄化会加重现有财政、企业以及劳动人口的负担，从而会对社会经济发展造成负面影响。

2005年，中国每6.1个劳动人口供养1位老人；到2025年，将会是2.5个劳动人口供养1位老人；到2050年，将下降到1.6个劳动人口供养1位老人。《中国社会保险发展年度报告2016》显示，2011年，企业养老保险抚养比为3.16：1，即平均每个领取养老金的人需要3.16个参保企业员工来供养；到2016年，这个比例变为2.8：1。

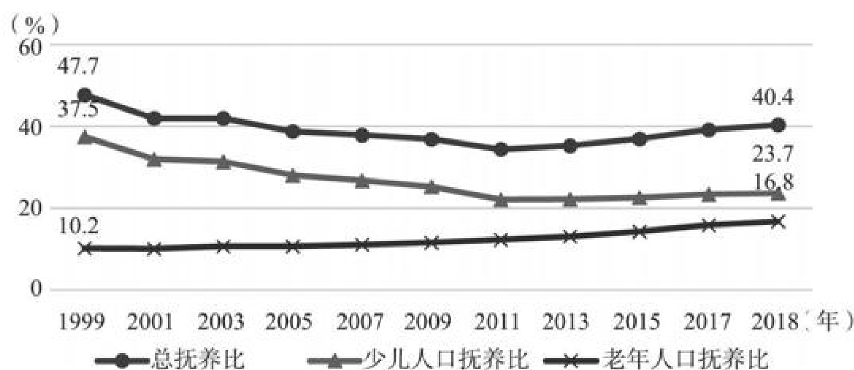


图1–28 老年人口抚养比压力增加

数据来源：国家统计局，IKMResearch

人口老龄化使养老保险资金不足的问题愈发突出。中国未来将有1.8亿独生子女面临赡养老人的问题。

劳动参与率下降，廉价劳动力匮乏

劳动参与率是经济活动人口占劳动人口的比例。影响劳动参与率的

因素包括：人口，不同年龄段的人口对应的劳动参与率水平不同，因此人口年龄结构变动会带来总体劳动参与率的变化；趋势，不同年龄段人口的劳动参与率随着时间的推移也会出现变动；周期，经济的周期波动也会对劳动参与率产生影响。

根据第五、第六次全国人口普查的结果，2000年和2010年，我国的劳动参与率分别是77%和71%。

相比美国等发达国家，中国的劳动参与率处在较高水平，而高劳动参与率是不可持续的。1990—2019年，中国的劳动率已经下降接近10%。美国劳动参与率的高峰大约为67%，出现在2000年前后，自2000年开始，劳动参与率逐年下滑。在20世纪70年代和80年代，美国的劳动参与率经历了一个快速上升阶段，主要原因是妇女参与劳动的比例大幅上升和“婴儿潮”（指1946—1964年，美国在此期间共出生了约7 600万名婴儿）时期出生的婴儿开始进入劳动力市场（青少年人口抚养比快速下降）。受妇女劳动参与率下降和人口结构老龄化等因素影响，美国劳动参与率长期处于下降的阶段。日本已经是人口老龄化较严重的国家，1990—2019年，日本的劳动参与率由63.4%下降至60.6%，直接下降了2.8%。经济越发达的国家，劳动参与率也越低，高收入国家平均劳动参与率为60%左右。2005年以前，中国的劳动参与率处于低收入国家水平，目前仍未达到中等收入国家水平。而中国人均GDP达到中等收入国家水平已经有10年的时间了，可见过往的高人均GDP离不开大量的劳动力投入。

随着老龄化社会的发展，中国的劳动参与率也将会进一步降低。我国劳动参与率呈现倒U形，年轻人和老年人的劳动参与率较低。2010年，15~19岁和65岁以上两个年龄段，人口的劳动参与率分别只有33%和21%。从劳动力数量来看，中国的“80后”人口为2.28亿，但是“00后”人口只有1.2亿。“00后”人口比“80后”少了1亿。由于劳动人口数量下降，中国的人口红利正在减少。中国的劳动人口2013年减少244万，2014年减少371万，2015年减少487万。

劳动人口数量持续下降，中国的廉价劳动力市场开始萎缩，劳动力薪酬增长远远超过了生产效率的增长，与其他新兴国家相比，中国的优势不再。

根据研究机构埃信华迈（IHS Markit Technology）的数据，2016年，越南的制造业工人平均小时工资为2.38美元，中国为4.99美元，墨西哥为3.82美元。埃信华迈预测，到2020年，越南的制造业工人工资约

为每小时3.10美元，中国为6.50美元，墨西哥为4.82美元。中国的劳动力成本已经几乎是越南的2倍，墨西哥的1.3倍。

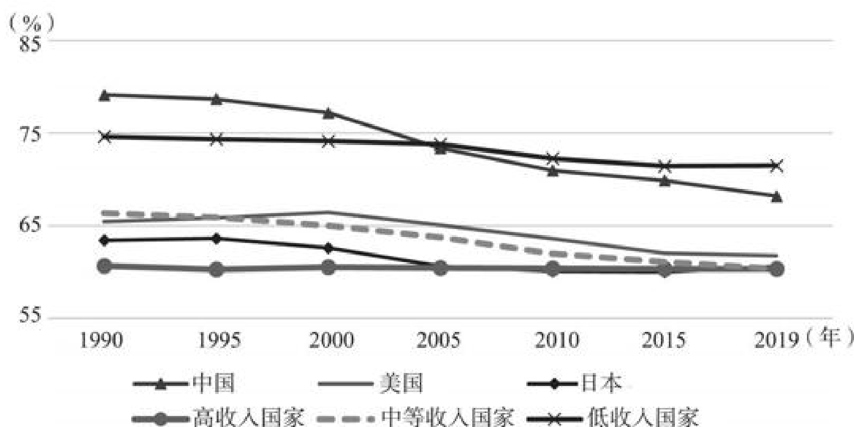


图1–29 中国、美国、日本的劳动参与率

数据来源：世界银行，IKMResearch，2019

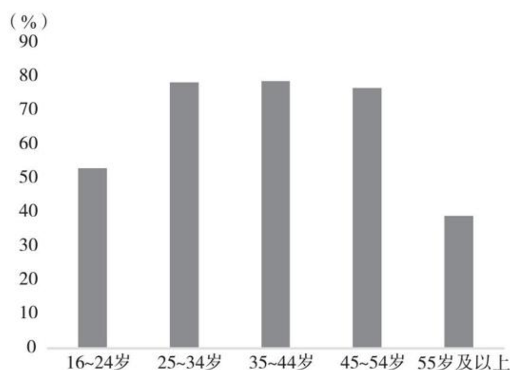


图1–30 2014年，各年龄段的劳动参与率呈倒U形

数据来源：Wind，IKMResearch

国家统计局的数据显示，2019年，中国16~59岁劳动人口继续减少，劳动人口总量首次跌破9亿，为8.964亿，就业人口总数下降至7.75亿，同比减少115万人。

与新兴经济体相比，中国的劳动力价格优势逐渐消失，高素质劳动力占比仍较低，制约因素明显。

环境污染越发严重

环境质量会随着经济增长呈先恶化后改善的趋势，表现为“环境库兹涅茨曲线”现象[3]。在大规模工业化阶段，规模效应超过技术效应和结构效应，环境质量随着经济增长不断恶化；在后工业化阶段，技术效应和结构效应超过规模效应，环境质量随着经济增长逐步得到改善。但如果没有人为的政策干预，环境质量不可能自然反转，环境库兹涅茨曲线的拐点不会自然出现。中国人均自然资源拥有量低于世界人均水平，水资源拥有量仅为世界人均水平的25%，耕地面积的人均拥有量为世界人均水平的40%，油气人均剩余可采储量仅为世界人均水平的6%。

耕地资源不断逼近红线

2008年，国土资源部明确，耕地保有量要保持在18亿亩的红线以上。2017年的《全国国土规划纲要（2016—2030年）》要求到2020年、2030年，我国耕地保有量规模要保持在18.65亿亩、18.25亿亩以上。

目前，全国的耕地保有量约为18.27亿亩，全国每年粮食播种面积大概在15亿亩左右。1994年，美国世界观察研究所所长布朗在其《谁来养活中国》一书中警告说：“2030年，中国的粮食缺口将达到3.69亿吨，不仅中国无法养活自己，世界市场也负担不起中国所需的粮食量。”

2014年4月17日，《全国土壤污染状况调查公报》，发布实际调查的约630万平方千米的土壤，全国总的土壤污染超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%；耕地土壤点位超标率为19.4%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为13.7%、2.8%、1.8%和1.1%；林地土壤点位超标率为10.0%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为5.9%、1.6%、1.2%和1.3%；草地土壤点位超标率为10.4%，未利用地土壤点位超标率为11.4%。

中国目前的耕地保有量已经处于红线边缘。更糟糕的是，在土地污染严重的情况下，实际耕地保有量要比现在的红线标准再高出15%左右才能有富余。以18亿亩耕地的面积计算，至少需要21.17亿亩耕地才能保证实际可用耕地面积在红线以内。

空气质量堪忧

中国清洁空气联盟发布的《中国空气质量管理评估报告（2018）》显示，各省（市）在2018年的大气污染防治工作中的执行力度都很大，部分重点省市超额完成任务。

研究结果显示，自实施污染减排和总量控制政策以来，我国污染物排放量呈逐年下降趋势。工业化学需氧量（COD）排放量从2006年的541.5万吨下降到2013年的319.5万吨，下降了41%。COD去除率从2006年的67%上升到2013年的85.6%。工业二氧化硫（SO2）排放量从2006年的2 234.8万吨下降到2013年的1 835.2万吨，下降了17.9%，二氧化硫去除率从2006年的39.2%增加到2013年的71%。

环境修复成本巨大，削弱未来的竞争力

过度消耗环境资源并不能使GDP达到有效增长。战略研究机构兰德公司在2015年的一份研究报告中指出，过去10年，中国治理环境污染的成本接近每年GDP的10%。这一比例比韩国和日本高出了数倍，也远高于美国。

早在2007年，世界银行就指出，环境污染给中国经济带来的损失大概占每年GDP总量的3%~8%。

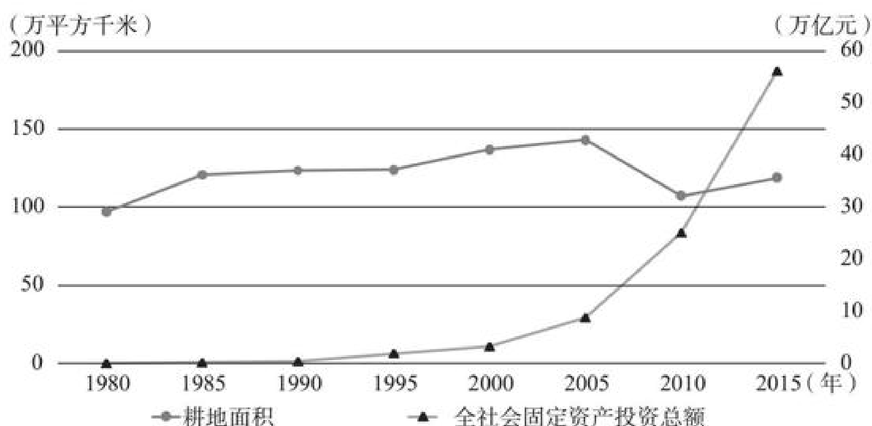


图1–31 耕地面积与固定资产投资变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

治理环境污染的费用高昂，2000—2017年，我国对环境治理的投

入从1 014.90亿元增长至9 539亿元，复合增速达13.2%。2017年，我国环境治理投入的资金占GDP的比例为1.15%。

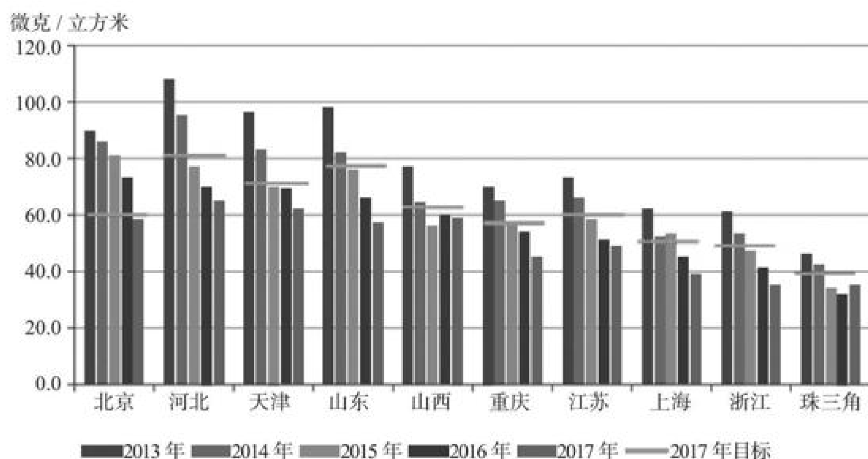


图1–32 重点省、市、地区的PM2.5年均浓度变化图

数据来源：中国清洁空气联盟，IKMResearch

过度污染环境相当于通过向子孙后代“征税”来提高当前的国际竞争力。环境污染从发生到修复完成需要漫长的时间，资源耗尽、生态破坏之后，国家不可能有未来。

中国的生产率水平亟待提高

一个国家的发展与生产率水平息息相关。目前，中国的生产率水平并不高。1990—2000年，生产率进步贡献了GDP增长量的将近一半。但在过去5年，这一比例下降到了30%，为35年以来的最低水平。如果要弥补劳动力和投资因素造成的增长动力不足，让GDP年增长率从现在起至2025年保持在5.5%~6.5%的水平，生产率提高对GDP增长的贡献率就需要达到35%~50%。提高生产率也是创造高附加值工作机会的必要条件。而有了这样的工作机会，才能为不断增加的城市人口提供就业。

2017年，全员劳动生产率为101 231元/人，比上年提高6.7%，低于经济增速0.2%。

由于缺少劳动力和投资拉动，中国只能更多地依赖创新来提高生产

率，促进经济增长，这正是创新重要的原因。以TFP（多要素生产率，劳动力和投资等生产要素以外的来源所创造的增长）这一指标来衡量广义创新（包括赶超发展带来的生产率增量）所产生的宏观经济效益。根据《新结构经济学应作为经济分析的重要基石》，1990—2016年的前30个发达经济体的GDP增长要素中，资本投入对GDP增长的贡献率最高为74%，劳动力投入的贡献率为24%，TFP投入的贡献率为2%。TFP对中国经济增长的贡献越来越少。

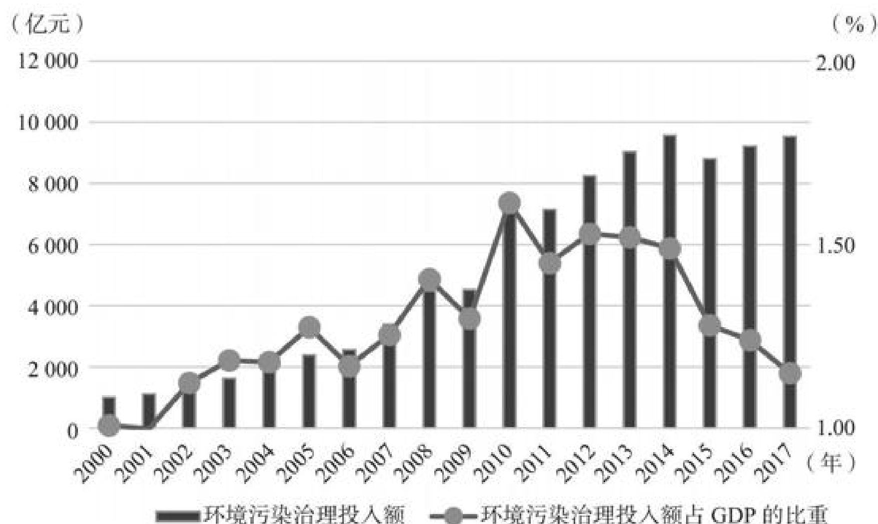


图1–33 环境污染治理投入额占GDP的比重高

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2019

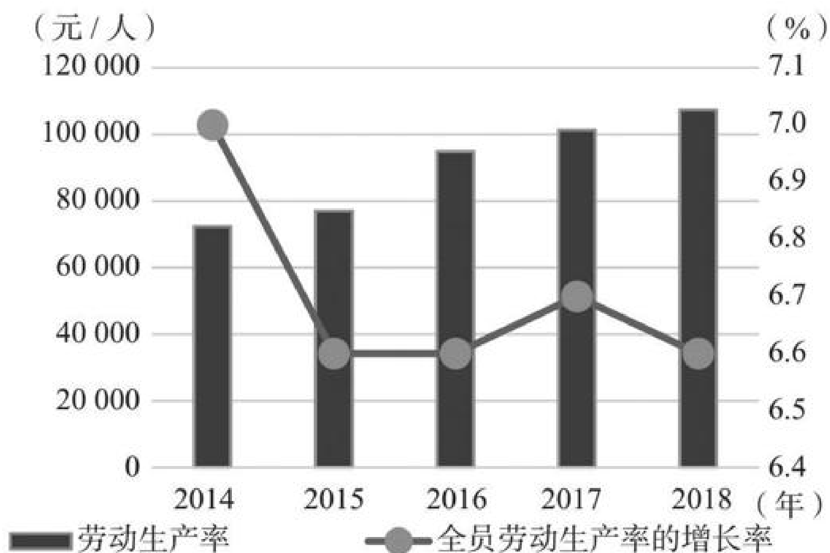


图1–34 2014—2018年，中国的生产率水平

数据来源：世界劳工组织，国家统计局，IKMResearch

1.3 “中国式”投入成效降低，中国面临创新压力

“中国式”投入成效降低，昔日模式不可复制

经过多年的发展，中国已经取得了阶段性的成果。

中国已跻身最具创新力的经济体20强。在世界知识产权组织和美国康奈尔大学等机构发布的《2019年全球创新指数报告》[4]中，中国排名第14位。2018年，中国在最具创新力的经济体20强中排名第17位，并在2019年继续保持上升势头。

2018年5月，《福布斯》全球最具创新力企业榜发布，7家中国企业入选，中国重工居第91位。

2017年，中国的创新指数为196.3，比上年增长6.8%。创新环境进一步优化，创新投入力度继续加大，创新产出持续提升，创新成效稳步增强。

中国过去发展经济的旧模式无法持续为经济增长提供动力。改革开放的前30年，中国的平均经济增速接近10%。2019年，中国GDP增速降为6.1%。

利用创新解决中国经济增长难题

中国过去经济发展所依靠的两大重要动力无法长期持续。到2050年，已进入老龄化社会的中国劳动人口将减少16%，固定资产投资收益将不断下滑，创造1单位GDP所投入的成本将比1990—2000年提高60%。

我国总人口还将保持7—8年左右的增长态势，并将在2026年左右达到高峰，此后会一路下滑。2037年，中国人口将下降至14亿以下，到2050年约为13.13亿。同时，我国劳动人口总量和占比均将持续下降，老年人口及其占总人口的比重将保持上升的态势。

2019年3月，中国60岁及以上人口首次超过了0~15岁的人口。而根据各省市2018年的人口统计公报，全国有6个省份的65岁及以上人口

占比在2018年超过14%，进入深度老龄化[5]社会。以人口数量曾长期位居全国第一的四川省为例，《四川省2018年人口统计公报》显示，2018年，四川65岁及以上常住人口1 181.9万，占人口总量的14.17%，比全国高出2.23%，比2017年高出0.23%，比2010年高出3.22%，平均每年提高0.4%。

老龄化社会过早到来使人口红利加速消失，储蓄和投资下降，资本深化停滞，同时，产业结构调整升级不足，面临劳动力断档的压力。经济运行中的供需矛盾开始出现，经济发展不协调。

像美国、日本及欧洲等成熟经济体一样，中国现在必须更多地依靠提高生产率来推动GDP增长。正因为如此，中国创新势在必行——创新可以提高生产率，弥补劳动力不足和投资下降导致的增长动力不足。中国有实力改变当前的“汲取创新”模式，引领所有类型的创新活动。20世纪90年代，创新（按多要素生产率增长计算）对GDP增长的贡献率为48%，2000—2009年，创新的贡献为40%，2010—2014年，创新的贡献仅为30%。到2025年，如果中国GDP增速要维持在5.5%~6.5%的区间内，创新对GDP增长的贡献必须高达50%以上，也就是说，创新需贡献经济增长3万亿~5万亿美元。

改善创新表现将会带来额外效益——促进服务业扩张，创造更多高附加值的就业机会，从而帮助中国向更为平衡的消费导向型经济模式过渡。

从周期规律来看，我们需进一步改善制造业（主要由数字化推动）和服务业的创新——尤其是利用互联网扩大服务覆盖、改善服务质量、提升服务效率。余下的生产率增长需要依靠其他行业的生产率进步以及科研与工程创新来实现。

中国面临加大科技创新与高技术劳动力相结合的生产要素变革，推动中国独特的庞大制造业优势转型为“智造业”，是利用创新解决经济增长的难题。过去30年，助推中国经济腾飞的关键因素是庞大而廉价的劳动力资源。2019年，中国拥有超过8亿的劳动力资源，高居全球第一，比第二人口大国印度多出了2.8亿劳动力。

当今世界正处于百年未有的大变局中，经济全球化发展加速，中国经济与世界经济已经发生了结构性变化，面临巨大挑战。中国近年先后发布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》《河北雄安新区规划纲要》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等，而距“一带一路”倡议的提出已

过去了7年，1.0阶段的任务基本完成，2.0阶段是深耕细作、高质量的发展阶段，“一带一路”的建设将强化规划引领，把握重点方向，路上依托国际大通道，以重点经贸产业园区为平台，打造国际经济合作走廊。

---

[1] 世界科学中心转移又称“汤浅现象”，由日本科学史学家汤浅光朝提出。当一个国家的科学成果数量占到世界科学成果总量的25%时，就可以称之为世界科学中心。历史上的世界科学中心转移分为5个阶段：意大利（1540—1610年）、英国（1660—1730年）、法国（1770—1830年）、德国（1810—1920年）、美国（1920年之后），每个时期平均维持约80年。以下未特别标明的脚注均为作者原注。

[2] 全要素生产率是指各要素（如资本和劳动等）之外的技术进步（或技术效率变化）对经济增长贡献的因素，是产出量与投入量的比例或所有要素投入的某种加权平均。在经济增长的贡献方面，表现为不能由要素投入的增长来解释的产出增量部分。由于劳动生产率、资本生产率等单项指标容易产生交叉影响而难以反映生产效率的提高。全要素生产率剔除了要素过规模作用，因而成为衡量一个地区或行业经济运行状况，反映技术进步和技术效率的综合指标。

[3] 20世纪90年代初，美国经济学家格鲁斯曼等人通过对42个国家土壤横截面数据的分析，发现部分环境污染物（如颗粒物、二氧化硫等）排放总量与经济增长的长期关系呈现倒U形曲线，类似反映经济增长与收入分配之间关系的库兹涅茨曲线。随着社会经济的发展，环境先是趋于恶化，经济发展到一定水平，环境质量将达到最低点，之后环境质量将渐渐得到改善。

[4] 全球创新指数是一个详细的量化工具，能够助力全球决策者更好地激励创新活动，以此推动经济增长和人类发展。全球创新指数根据80项指标对126个经济体进行排名，这些指标覆盖知识产权申请率、移动应用开发、教育支出、科技出版等。在《2019年全球创新指数报告》中，中国有18个集群进入科技集群百强，仅次于美国。

[5] 按照国际通行划分标准，当一个国家或地区65岁及以上人口的比重占总人口的比重超过7%时，意味着该国或该地区进入老龄化社会；达到14%时，该国或该地区进入深度老龄化社会；超过20%时，该国或该地区则进入超老龄化社会。

第2章

开辟创新时代，人类史上最大的创业潮

自1978年改革开放以来，中国的经济状况发生了翻天覆地的变化，堪称世界经济发展史上的奇迹。中国从一个经济总量只占全球经济总量1.8%的贫穷国家发展为经济总量占全球经济总量14.8%的世界第二大经济体。1978年，中国的人均GDP仅有156美元，低于印度的人均GDP 205.69美元。2019年，中国的人均GDP已经突破10 000美元，成为中等偏上收入国家。

创业是推动经济长期、可持续和高质量增长的重要支撑之一。创业指数越高的经济体，人均GDP增加的速度越快。创新不等于创业，创业也不等于创新，创业可能涉及创新，也可能并不涉及；创新可能涉及创业，也可能并不涉及。但创新与创业二者相互促进又相互制约，是密不可分的。

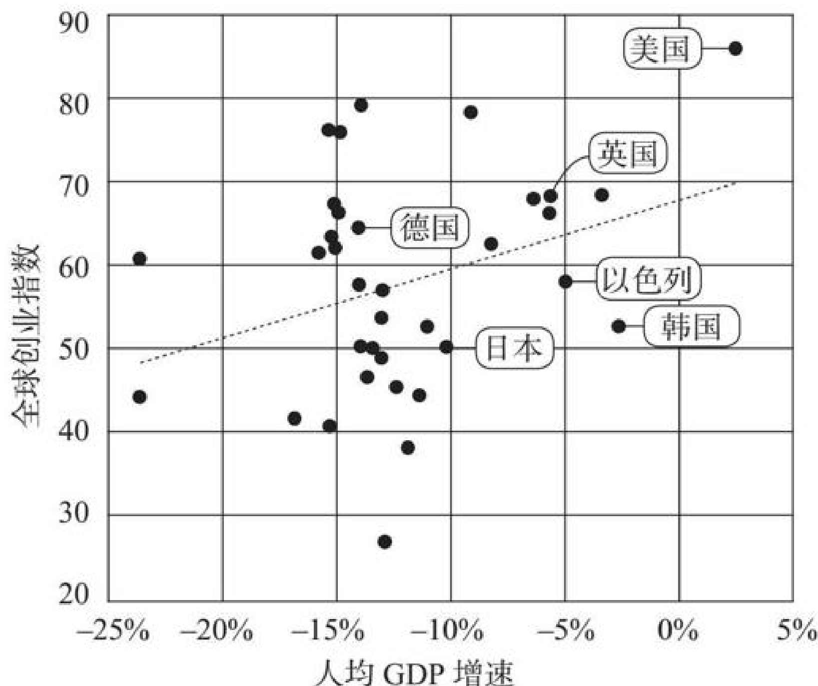


图**2–1** 全球创业指数与人均**GDP**增速比较

数据来源：OECD数据库，GEDI全球创业指数，IKMResearch

中国改革开放以来，民营经济在市场经济中占有重要地位。全国工商联原主席黄孟复指出，民营经济是中国经济稳定发展的“压舱石”。根据国家发改委数据，截至2018年底，中国民营企业的数量已经超过了3 000万家，个体工商户超过了7 000万户，民营企业与个体工商户贡献了全国50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的技术创新成果，民营经济撑起了中国经济的“半壁江山”。

2.1 历史发展中的创业潮

改革开放以来，我国市场主体数量由49万户增长到2018年底的1.1亿户，增长了约224倍。民营企业对新增就业人数的贡献占比超过90%。1978年，国有企业和集体企业新增数量分别占新增企业总数的9.00%和72.95%，个体企业新增数量仅占0.21%。2017年，新增企业中的个体企业数量占比跃升至65.67%，而国有企业和集体企业数量的占比降至0.10%和0.04%。

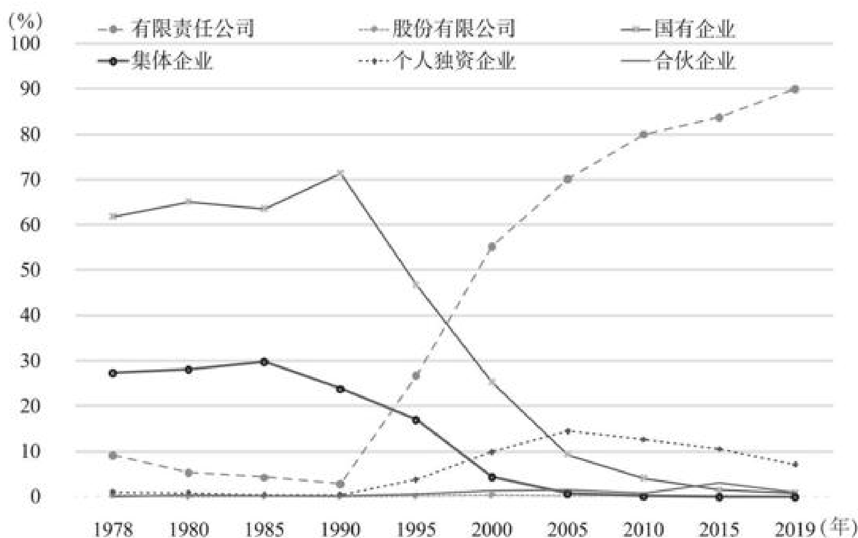


图2–2 1978—2017年，中国新增企业中各性质企业占比

数据来源：国家统计局，IKMResearch

创业潮是创业发展的集中体现。尽管中国一直处于高速创业的状态，企业数量增长保持在15%左右，但以关键性政策及其背后的重要技术发展作为考量，创业潮期间的中国企业数量涨幅明显，呈现了不同以往的创业特征。

技术是推动行业发展的重要驱动力。从创业潮的发展情况及其背后的技术驱动力来看，中国的创业潮可以被划分为四个阶段："个体户"式创业潮（1979—1988年）、下海潮（1992—1997年）、互联网创业潮（1997—2000年，2003—2008年）、"双创"潮（2014年至今）。

互联网技术是第三次创业潮发展的技术推动力，第三次创业潮的时间是1997—2008年。但在2000—2003年，受东南亚金融危机影响，第三次创业潮曾中断。

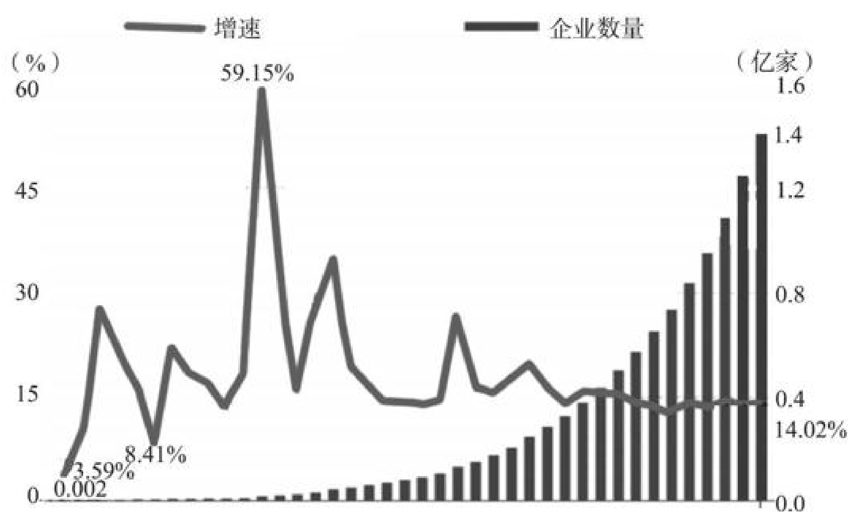


图2–3 1978—2017年，国有企业增速情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

2.2 第四次创业潮肩负时代创新重任

中国正处于发展的关键节点，我国人口红利开始减少。联合国人口司预测，中国人口将在2029年达到14.4亿的峰值；从2030年开始，中国人口总量将下降，人口老龄化速度加快。过往投入逐渐面临边际效应，依靠创新推动经济发展迫在眉睫。

伴随着创业潮的发展，大批具有创新能力的企业集中出现，并成就了许多优秀且具有影响力的企业家，包括目前对中国经济影响最大的一批企业家，如“八四派”的张瑞敏、柳传志、任正非，“九二派”的冯仑、潘石屹、宗庆后，“九九派”的马化腾、马云、李彦宏等。2019年，登上《福布斯》杂志全球亿万富豪排行榜的中国富豪共有324人，数量仅次于美国，位居全球第二。

中国第一次涌现出了一大批具有影响力的国际化企业，如华为、海尔、腾讯、阿里巴巴等。2008—2019年，中国进入《财富》世界500强企业的增速达到222%，2019年入榜企业数量超过美国。

《财富》世界500强上榜的中国企业具备良好的经营状况，净资产与销售收益都在不断提升。2013年，《财富》世界500强上榜的中国企业平均净资产为282亿美元，而2018年为354亿美元；平均销售收入由616亿美元提升至665亿美元，平均利润达到35亿美元。中国上榜企业在销售规模和资产规模上已经不输日本、英国、法国与德国。

表2–1 《财富》世界500强中国上榜企业经营状况

年份	平均销售收入（亿美元）	平均净资产（亿美元）	平均利润（亿美元）	销售收益率（%）	净资产收益率（%）
2013	616	282	33	5.4	11.7
2015	571	298	32	5.6	10.7
2017	610	350	31	5.1	8.9
2019	665	354	35	5.3	9.9

数据来源：《财富》，IKMResearch

创业潮有望促进社会创新，经过多年的发展，全球科技处于“高原平

台”，微创新的发展生机勃勃。根据熊彼特创新理论，创新包括产品创新、技术创新、市场创新、资源配置创新、组织创新五个维度。创新内生于生产过程，在创业潮中进行多方面的微创新有可能带来科技方面的突破。

当下中国正处于创业浪潮之中，对创新进行布局，也正是优化产业结构最好的契机。自从李克强总理在2014年夏季达沃斯论坛上提出了“大众创业，万众创新”的构想后，中国创业群体数量大大提升。2014—2018年，中国新设市场主体8 352.39万户，日均新设企业从0.69万户增加到1.8万户，每千人拥有企业数量由2013年的11.23户提高到2018年的23.9户。

2.3 风起云涌的中国四次创业潮历程

中国的创业潮伴随着改革开放一路发展。结合创业特征与技术推动力特点，中国出现了四次创业潮。前两次创业潮主要受两种因素驱动，一是政策松绑，二是民众自我求发展。第三次创业潮是互联网技术对人类发展影响作用逐渐显现的过程。第四次创业潮目前正在进行。

第一次创业潮（1979—1988年）：民生行业大发展

中国现代创业的起点为1978年改革开放。改革开放不断向前推动，有政治、商贸和技术三个方面的原因。

政治方面，以邓小平为代表的中国领导层结合中国的内外需求，提出“我们必须通过改革开放，增强我国社会主义的生机活力，解放和发展社会生产力，改善人民生活”。

商贸方面，全球出现第二次产业转移和贸易全球化[1]，全球经济一体化使中国的改革开放吸引了大量日资、台资和港资企业。

技术方面，第三次科技革命以原子能、电子计算机和空间技术的广泛应用为主要标志，涉及信息技术、新能源技术、新材料技术、生物技术、空间技术和海洋技术等诸多领域，是一次信息技术革命。

第一次创业潮发展的时代背景

第一次创业潮到来之前（1967—1976年），中国经济仍然保持了增长的态势。1967—1976年，工农业总产值年平均增长率为7.1%，社会总产值年平均增长率为6.8%，国民收入年平均增长率为4.9%。1952年，中国的GDP总量为679.1亿元，到第一次创业潮发生的前一年（1978年）已经达到3 678.7亿元。1961—1967年，社会生产总值波动较大，存在下降的现象。1967年的社会总产值比上年下降5.7%，1968年又比上年下降4.1%。

改革开放前，中国在部分工业领域中仍取得了不少成就。

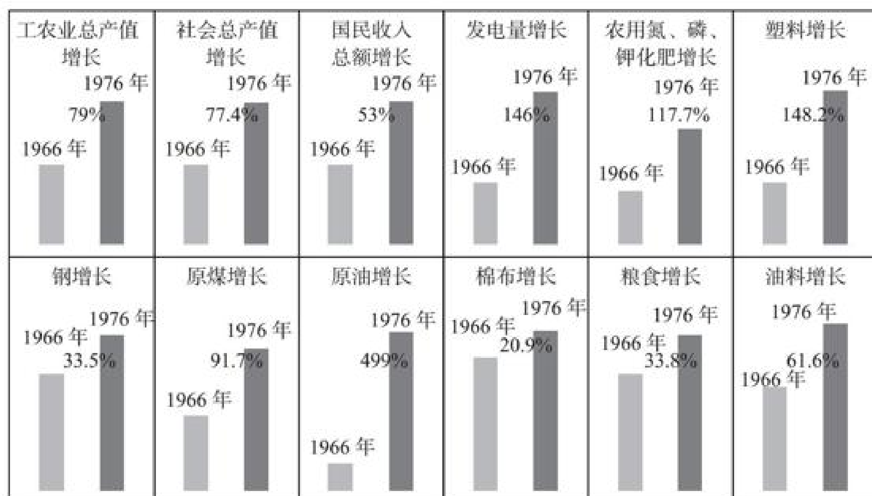


图2–4 1976年与1966年相比，中国在各领域所取得的进步

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2018

1976年与1966年相比，工农业总产值、社会总产值、国民收入总额（按当年价格计算）等阶段性发展指标均有了明显提高。在原煤、原油、发电量等重要工业品的生产能力上也有了飞跃。

（1）工业交通布局初现雏形

在工业及交通方面，1965年开始的"三线"建设经历了三个"五年计划"，投资2 050亿元，为国家的基础工业和国防工业打下了基础。这期间攀枝花钢铁公司、六盘水工业基地，酒泉和西昌航天中心等一大批钢铁、机器制造、能源、飞机、汽车、航天、电子工业基地建成，成昆、湘黔、川黔等重要铁路干线出现，我国内地工业、交通、科研水平低下以及布局不合理的情况得到初步改变，形成了有较大规模、门类齐全、较高科研能力和生产能力的战略后方体系。

1972年以后，由国家投资，从国外引进了许多大型成套设备和技术，建成了北京石化总厂、上海石化总厂等数十个冶金、化肥、纺织领域的大型企业，满足了国家的基本工业需求，并为以后的经济发展打下了基础。

（2）石油工业飞速发展

第一次创业潮发生前期，石油工业飞速发展，我国陆续开发和兴建了大庆、胜利、大港等大型油田。1966—1978年，中国原油产量以每年18.6%的速度增长，并在1978年突破1亿吨，中国从"贫油国"一跃成

为世界第8大产油大国，原油加工量比1965年增加了5倍多。石油是重要的“工业血液”，其不仅是燃料动力资源，可以支持现代汽车、航空工业等行业正常运转，而且还是生产成百上千种化工产品的化工原料，塑料、合成纤维、合成橡胶、医药、农药等的生产都离不开石油。石油工业的发展为我国轻工业的腾飞奠定了重要基础。

（3）农业生产条件获得改善

农业生产条件改善，农业机械化程度大幅提高，借助拖拉机、手扶拖拉机等工具，1977年，全国农田灌溉面积扩大。同时，在农业生产中，人们抵抗自然灾害的能力稳步增强。与1965年相比，1977年的农田成灾面积由53.9%下降至26.9%。农田灌溉条件和排涝条件的改善，为以后的个体经营户抗御旱涝灾害提供了重要保证。

（4）关键科技领域的突破

改革开放前，中国在关键科技领域取得了许多项成就，尤其是在国防尖端技术领域。1966年5月9日，第一次核试验成功；1966年10月27日，第一枚核导弹发射试验成功；1967年，第一颗氢弹爆炸成功；1969年，第一次地下核试验成功；1970年，第一颗人造地球卫星发射成功，第一艘核潜艇研制成功；1973年，第一台每秒运算百万次的集成电路电子计算机研制成功；1975年，第一次成功回收人造地球卫星，中国成为世界上第三个掌握卫星回收技术的国家；袁隆平等科学家成功培育出能够增产20%的籼型杂交水稻。

第一次创业潮始末供需变化

（1）消费水平低：人均收入低于50元，恩格尔系数超过50%

从人们生活水平来看，1976年，全国农村每个社员从集体获得的收入只有63.3元，农村人均口粮比1957年减少2千克；1977年，全国有1.4亿人的平均口粮在130千克以下，处于半饥饿状态；1978年，全国居民的粮食和食用油消费量比1949年分别低9千克和0.1千克；当年全国有139万个生产队（占总数的29.5%）的人均收入在50元以下。1978年，全国有2.5亿绝对贫困人口，失业的城镇青年有2 000万人，城镇失业率高达19%，恩格尔系数城乡分别高达56.66%和67.71%。

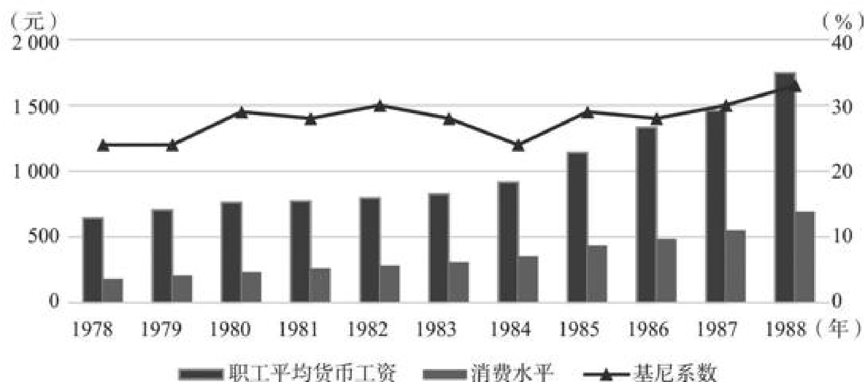


图2–5 第一次创业潮时的收入与消费水平

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第一次创业潮时，全国收入水平较低。1978年，全国职工平均工资644元，而1988年则达到1 747元，约为原来工资水平的2.7倍。居民消费水平也提高了约3.8倍，从原来的184元增至693元。生活水平的提高促使居民消费水平提高，低门槛的零售批发行业有广阔的发展空间。第一次创业潮时，基尼系数基本处于0.2~0.3的范围内，收入较平均。

第一次创业潮时，城镇居民耐用消费品从20世纪六七十年代的"老四件"（自行车、手表、缝纫机、收音机）向"新六件"（电视机、洗衣机、录音机、电冰箱、电风扇、照相机）转变。庞大的市场需求逐渐释放，纺织服装行业、白色家电行业、手工制造业、建筑业得到快速发展。

（2）三次通货膨胀释放了消费空间

第一次创业潮时，中国通货膨胀率有三次较大幅度的上升。

中国通货膨胀率第一次大幅度上升是在1979—1980年，该时期通货膨胀率上升的主要原因是国民需求旺盛而总供给不足。

第二次通货膨胀率上升发生在1984—1985年。1979—1980年，我国财政赤字达170亿元以上，国家增发货币130亿元以弥补国库亏损。1980年底，全国市场的货币流通量比1978年增长63.3%，大大超过同期工农业生产总值16.6%的增长幅度和社会商品零售总额37.3%的增长幅度。超发货币是这个时期通货膨胀率大幅度上升的原因。

市场整体生产能力较弱，CPI指数持续上涨。

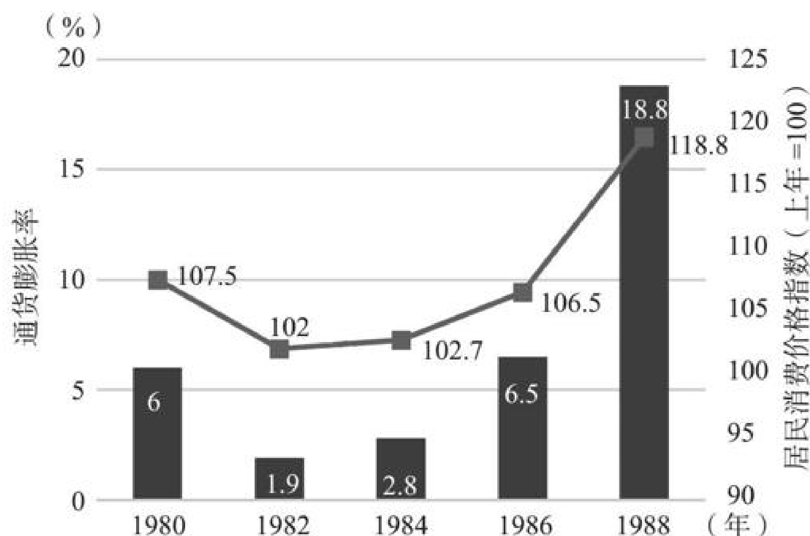


图2–6 第一次创业潮时中国的通货膨胀情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

（3）耐用消费品升级："老四件"向"新六件"转变

耐用消费品大升级成为第一次创业潮时具有时代特色的变化。1980年，城乡居民家庭的耐用消费品主要是缝纫机、自行车、手表、收音机，每百户居民的拥有量分别是5.5台、11.2辆、15.7块、14.9台。黑白电视机的每百户拥有量仅为1.6台。家庭电话非常少，即使按当时的公用电话计算，每百户也仅拥有0.64部。洗衣机也很少见，1980年，北京市每百户的洗衣机拥有量仅为2台，1981年每百户人家的电冰箱、彩色电视机拥有量均为2台，淋浴式热水器、空调、计算机、家用汽车等则几乎没有。1988年，每百户北京居民家庭的洗衣机拥有量为88台、彩色电视机70台、电冰箱81台。北京是当时全国经济最为发达的城市，高档耐用消费品的家庭拥有量仍较低。

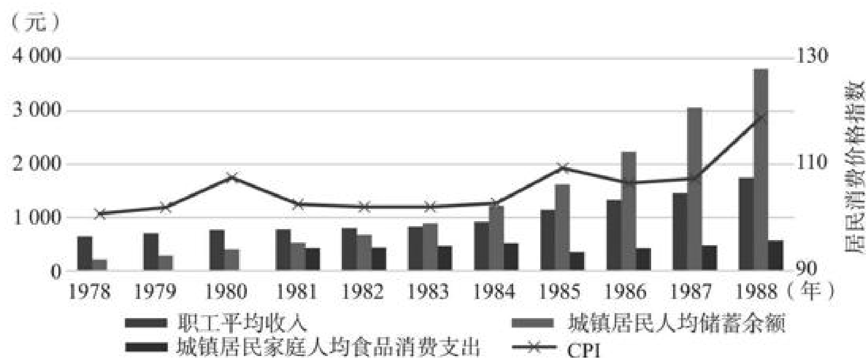


图**2–7** 第一次创业潮时的居民消费情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

表**2–2** 北京市城镇居民每百户拥有的高档耐用消费品数量

年份	淋浴式热水器（台）	洗衣机（台）	彩色电视机（台）	电冰箱（台）	照相机（架）	空调（台）	计算机（台）	移动电话（部）	家用汽车（辆）
1978	—	—	—	—	8	—		—	—
1979	—	—	—	—	10	—	—	—	—
1980	—	2		—	11	—	—	—	—
1981	—	12	2	2	13	—	—	—	—
1982	—	19	2	3	17	—	—	—	—
1983	—	29	4	7	21	—	—	—	—
1984	—	42	8	15	29	—	—	—	—
1985	—	58	32	42	35	—	—	—	—
1986	—	76	51	62	47	—	—	—	—
1987	—	83	58	72	56	—	—	—	—
1988	—	86	70	81	60	—	—	—	—
1992	17	96	101	101	77	1	—	—	—
1997	58	101	124	104	88	27	12	1	

注：–表示无公开数据。
数据来源：北京市统计局，IKMResearch

第一次创业潮时流行的服饰款式单一、布料单一，主要以工作服、军绿装、中山装、喇叭裤、蝙蝠衫、健美裤、“的确良”衬衣、“假领子”式衬衣等为主。1983年，农村居民家庭恩格尔系数首次降到60%以下，农村居民整体进入温饱阶段。第一次创业潮时，住房逐渐由国家分配向公房出租转变，房地产的价值逐渐显现，房地产市场初步形成。人们出行主要以自行车、公共汽车等交通工具为主。

第一次创业潮时的产业发展状况

三大产业的GDP占比变化：第一、第二产业占比下降，第三产业增加值增长迅速，并超过第一产业

第一次创业潮时，第一产业占GDP的比重呈先上升后下降的趋势。第一次创业潮之初，第一产业占GDP的比重为27.94%，到第一次创业潮结束时，第一产业的占比为25.47%，下降了将近2.5%。而第二产业主要呈下降趋势，第三产业则呈明显上升趋势。

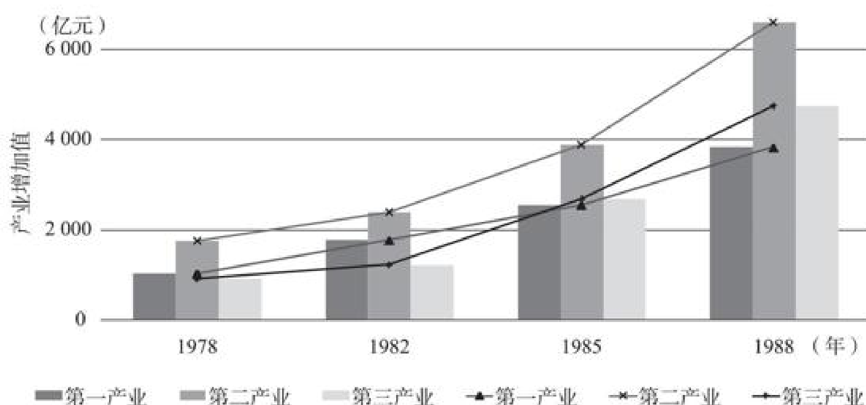


图**2–8** 第一次创业潮时，三大产业的增加情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第一次创业潮时，GDP呈快速增长的趋势。可以认为，这种产业占比的调整，尤其是第三产业的调整，促进了GDP的增长。1983年，中国GDP增速达到12%，1985年，GDP增速甚至达到25%。

内部结构变动及特点

（1）第一产业内部结构变动：粮经比例优化，经济作物种植面积扩大

第一次创业潮开始时，种植业占第一产业的比重达80%，远远超过渔业、牧业、林业。而第一次创业潮结束时，种植业占第一产业的比重为63%，下降幅度超过10%。渔业、牧业、林业占比提高，其中牧业占比提高约9%。

（2）第二产业内部结构变动：轻工业得到发展，重工业进行模式调整

在第一次创业潮中，国家调整了重工业与轻工业的比重，改变了重工业优先发展的策略，消除了过去强调积累，抑制消费所带来的弊端。大力发展轻工业，1982年，轻工业与重工业绝对值接近。从1983年开始，轻工业的绝对值开始超过重工业。

第一次创业潮时，居民消费水平提高了3.8倍，从原来的184元增至693元，城镇居民耐用消费品也有了不少变化。第一次创业潮时，纺织服装业、白色家电业、手工制造业、建筑业得到发展。

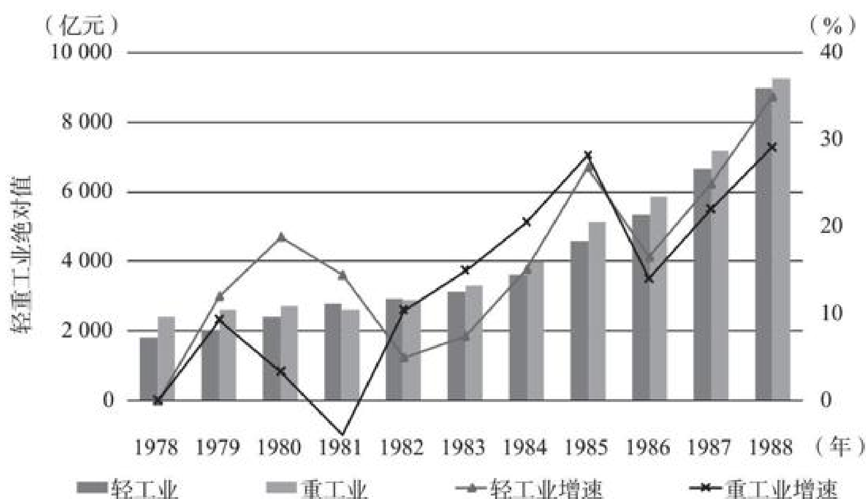


图2–9 第一次创业潮时，轻重工业的变化趋势

数据来源：国家统计局，IKMResearch

（3）第三产业内部结构变动：为生产和生活服务的部门以零售批发行业为主，进一步带动了流通部门的发展

第一次创业潮时，人们的物质需求逐渐提高，食品在居民消费支出中所占的比例逐渐下降，为其他需求提供了空间。同时，由于产业人员流转，大量的零售批发个体户出现。这种零售批发个体户的流动性强，带动了住宿业、餐饮业、交通运输业等的发展。

三大产业就业人员数量和组成结构发生变化：劳动力从第一产业向第二、第三产业转移

从就业人口在各个产业中的分布来看，劳动力的投入变动趋势和产业结构的变动趋势是基本一致的。第一次创业潮时，第一产业从业人员的数量占比较大，明显高于其他产业。但从产出上来看，第一产业对GDP增长的贡献与其吸纳的劳动力数量不成正比，第一产业的劳动力投入水平与产业产出水平存在着巨大的差距。

第一产业从业人员占比从创业潮之初的70.5%开始逐渐下降，到第一次创业潮结束时，第一产业从业人员占比仅为59.3%，下降了约11%。第二产业、第三产业的从业人员占比持续增加，其中第三产业的从业人员在第一次创业潮中增加了6%。第一次创业潮时，第一产业主要的从业人员为乡镇农民与下乡知青，从业人员结构发生变化。

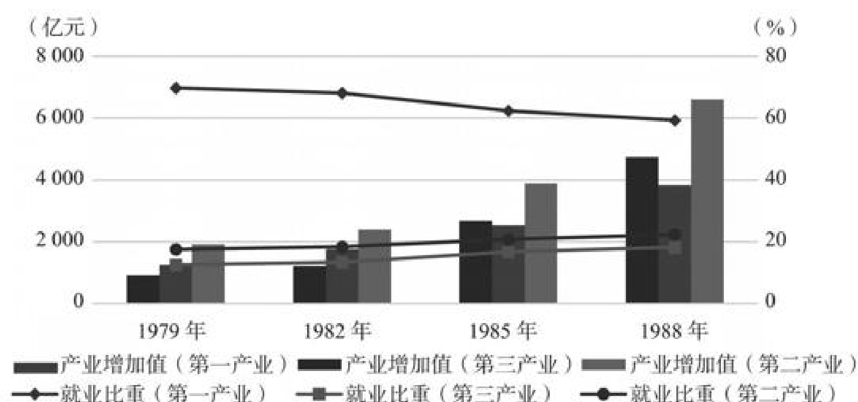


图**2–10** 第一次创业潮时，就业比重与产业增加值变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

这种由第一产业从业人员所主导的创业潮，具体表现为，从业人员由第一产生向第二产业、第三产业转变，形成历史上特有的“练摊”“个体户”现象。第三产业就业门槛相对较低、就业容量大，对不同类型、不同层次的劳动力均有需求。另外，第一产业就业人数严重饱和，剩余劳动力体量巨大，从业人员数量下降，而第一产业产业增加值仍能保持平稳增长。

零售行业、白色家电、餐饮行业兴起

为解决知青返城就业的问题，1979年2月，中共中央、国务院批转了第一个有关发展个体经济的报告。各地可根据市场需要，在取得有关

业务主管部门同意后，批准一些有正式户口的闲散劳动力从事修理、服务和手工劳动，“个体户”应运而生。手工、零售、纺织服装、白色家电、建筑、住宿、餐饮、交通运输等行业快速发展。

资本市场状况：以银行为主导的金融体系初步形成

1978—1993年，以银行为主导，非银行金融机构和资本市场为辅助的金融体系初步形成。在银行体系中，国有专业银行居于垄断地位。

第一次创业潮中出现了新兴的市场力量，即国有企业以外的非国有部门。将国有企业投资和全社会投资资金来源做比较，1985—1993年，除1987年以外，贷款在国有投资中所占的比重均高于全社会固定资产投资。新兴市场力量获得的支持不足，个体工商户大量集中在手工、零售、餐饮、住宿等轻资产行业。

表2–3 1980—1993年，主要的金融工具（单位：亿元）

年份	存款	贷款	国债	企业债	股票
1980	1 689.7	2 478.1			
1985	4 560	6 198.4			
1990	13 942.9	17 511			
1991	17 972.8	21 116.4	199.3		5
1992	23 143.8	25 742.8	395.6	561.4	50
1993	29 646	32 955.8	314.8	235.8	276.4

注：存款和贷款是存量金额，国债、企业债和股票是当年新发行的。
资料来源：存款、贷款、国债、股票数据来自历年《中国统计年鉴》，企业债数据来自《中国证券期货统计年鉴1998》，IKMResearch

“拨改贷”[2]政策的落地，带来了观念的突破和转变，在投资领域破除了“吃大锅饭”的思想，人们开始树立商品经济的观念。到1985年，所有国家投资的项目开始全面采用拨改贷的方式。与改革开放前的无偿拨款不同，获得贷款的企业要还本付息，这就促使企业精打细算，先用自有资金建设，缩短工期、提高效率，把加速资金周转和提高经济效益提上企业的议事日程。银行能够提供贷款，这在很大程度上促进了第一次创业潮时轻纺工业的发展。

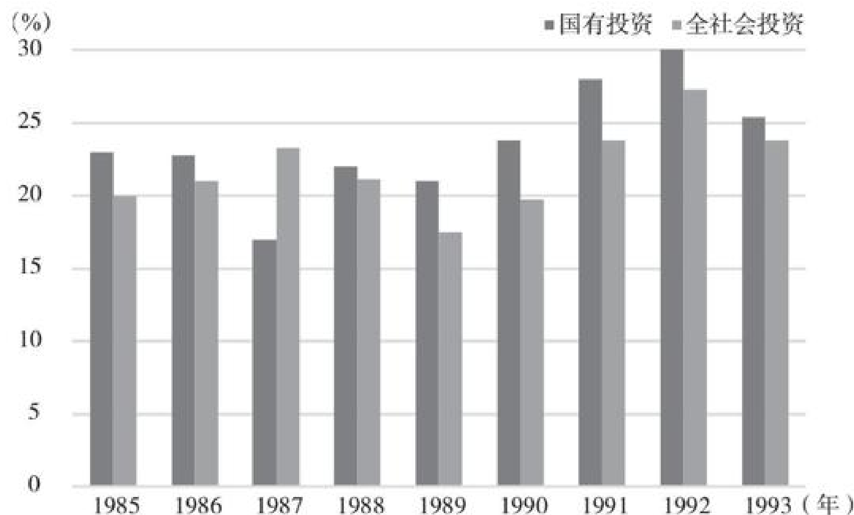


图**2–11** 国有投资和全社会投资资金来源中的贷款占比

数据来源：历年《中国统计年鉴》，IKMResearch

第一次创业潮时的时代特征

合适的行业生命周期、政策的松动和强烈的需求给第一次创业潮带来了发展空间，涌现了大量“个体户”。同时，在集体经济的影响下，乡镇改革也在如火如荼地发展。

表**2–4** 第一次创业潮的时代特征

发生时间	1979—1988 年
持续时间	10 年
经济情况	三大产业 GDP 占比的变化趋势：第三产业增加值迅速增长
背景	1958—1978 年，中国经济发展缓慢
政策	“个体户”政策，乡镇企业发展
创业人群	知青、待业人群、乡镇企业农民
创业者受教育程度	小学、中学学历
创业者年龄	30 岁以下
投资机构	国有银行为主导
创业行业	手工制造业、服务业
创业地点	城市和农村
创业特征	以满足基本生存需求为主
创业代表	“第一位个体户”章华妹、“瓜子大王”年广久

数据来源：IKMResearch

1984—1988年是乡镇企业全面、高速发展的时期。1984年，乡镇企业数量已达67万家，其中户办、联办企业占69%，从业人员达528万人，比1983年增长61%，总收入达1 268亿元，比1983年增长36.6%。

此后几年，国家对乡镇企业进行了大力的扶持，企业在组织生产、产品销售等方面获得了较大的自主权。1988年，乡镇企业数量达1 888万家，从业人员达9 546万人，总收入4 232亿元。4年间，乡镇企业数量平均每年增长52.8%，从业人数平均每年增长2.8%，总收入平均每年增长58.4%。

1992年以后，乡镇企业通过积极采用高新技术，不断扩展国际市场，从而保持了良好的发展势头。第一次创业潮是中国乡镇企业的发展起点，第二次创业潮时，乡镇企业的占比开始下降。

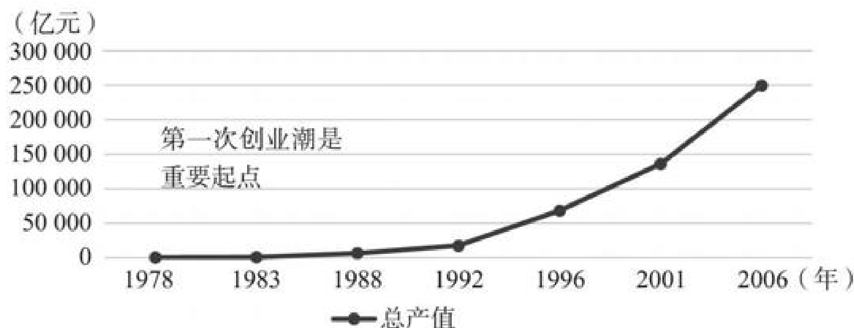


图2–12 中国乡镇企业的发展趋势

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第二次创业潮（1992—1997年）：公务员“下海”，许多人扔掉“铁饭碗”

第一次创业潮开启了个体户的时代，第二次创业潮时，中国形成了真正的公司制度。第二次创业潮对现在的影响非常大，第二次创业潮中诞生了许多知名的“九二派”企业家，6年间的GDP平均增速达到了11.5%，创造了巨额的社会财富。

第二次创业潮发展的时代背景

（1）国有企业进行体制改革，第一次工人下岗潮出现

1984年10月，党的十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》。

1986年12月，国务院下发了《关于深化企业改革，增强企业活力的若干规定》，提出“推行多种形式的经营承包责任制，给经营者以充分的经营自主权”。一批“能人”企业家开始出现。

（2）《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）确定市场的主体地位

1993年12月，《公司法》出台，这是中国企业改革中的一件大事。《公司法》规定，公司是企业法人，有独立的法人财产，享有法人财产权。《公司法》的出台，明确了公司的法人性质，界定了产权关系，建立了公司治理结构。

1994年，国有企业的亏损面超过40%。与此同时，当年农村社会总产值的75%、全国社会总产值的38%、全国工业总产值的50%、国家税收的25%、外贸出口交货值的50%均来自乡镇企业。

苏联解体，日本房地产泡沫破裂导致经济危机爆发，国际环境的剧变打破了雁阵模式下的中国底层分工。国际分工重新分配，给中国带来了前所未有的时代机遇。

第二次创业潮时的市场供需变化

（1）工资收入增幅达40%，跑赢消费水平

1992—1994年，中国通货膨胀严重，其中1994年的通货膨胀率高达24%。而在1993—1994年，职工平均收入涨幅为40%，消费水平仅增长21.3%。各行业工资收入开始发生变化。

以1995年为例，全国职工全年平均工资为5 500元，较1994年的4 558元增长了近千元，然而部分行业的平均工资远高于全行业的平均工资。电力、煤气和水供应企业的全年平均工资为7 843元（其中电力企业明显较高），铁路业9 098元、航空运输业12 686元、邮电通信业9 026元、金融和保险业7 376元、房地产开发业8 178元、计算机服务业8 689元、工程设计业8 377元。

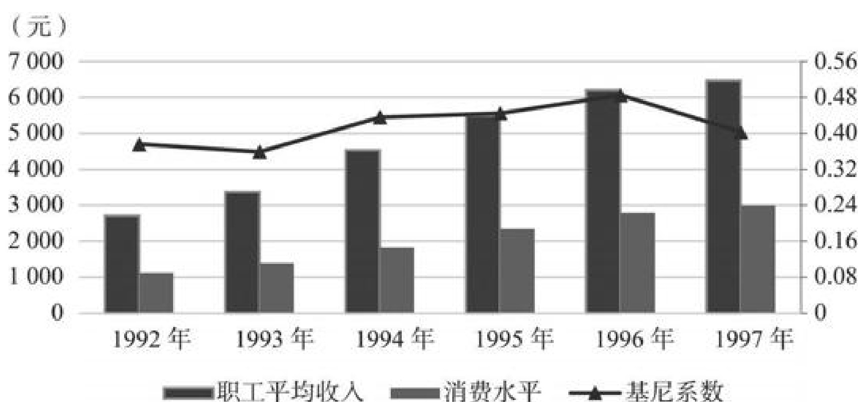


图**2–13** 第二次创业潮时的收入与消费水平

数据来源：国家统计局，IKMResearch

1990年12月1日和19日，深圳、上海证券交易所先后开市。由于20

世纪90年代资本市场的活跃，专业人员和基金经理的待遇不断攀升。上市的股份制企业也在仿照西方，完善工资加股权激励的报酬体制。

（2）通货膨胀严重

第二次创业潮时，国际分工的重新分配给中国带来了巨大的发展机遇。但同时，20世纪90年代，人们经历了迄今为止持续时间最长、最严重的通货膨胀。这次通货膨胀始于银根放松、叠加市场化改革等因素，是需求拉动型通货膨胀。

从1991年底开始，CPI同比增速达5%，并一直持续到1997年初。1994年1月—1995年5月，CPI同比增速连续17个月达20%以上。

第二次创业潮时，居民收入快速上升，社会生产力相对落后，2000年，农村居民每百户仅拥有移动电话4.3台。快速上涨的工资水平超过了市场能够提供的物质水平，物价快速上涨，通货膨胀严重。生产力与消费力不平衡，较贵重的商品消费上涨，白色家电等行业获得了快速发展的机遇，并下沉到农村市场。到2012年，农村居民每百户拥有的耐用消费品已经发生巨大变化。1980年，农村居民每百户拥有彩电0.39台，2012年时已经变为116.9台；1985年，每百户农村居民拥有电冰箱0.06台，2012年时则为67.3台；洗衣机从1990年的0.9台变为67.2台；此外，摩托车由0.9辆上升至62.2辆。

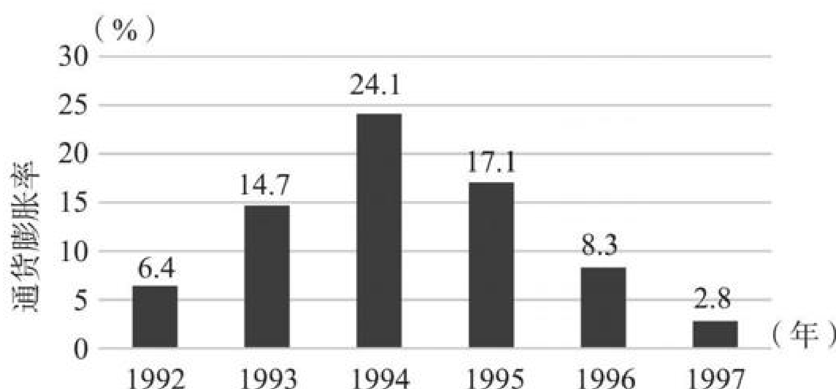


图**2–14** 第二次创业潮时，中国的通货膨胀情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第二次创业潮时的产业发展状况

三大产业GDP占比发生变化

第二次创业潮时，第一产业增速比较平稳，第二、第三产业增长迅速，但产业的总体结构并没有改变。1992年，新一轮的创业潮来到。

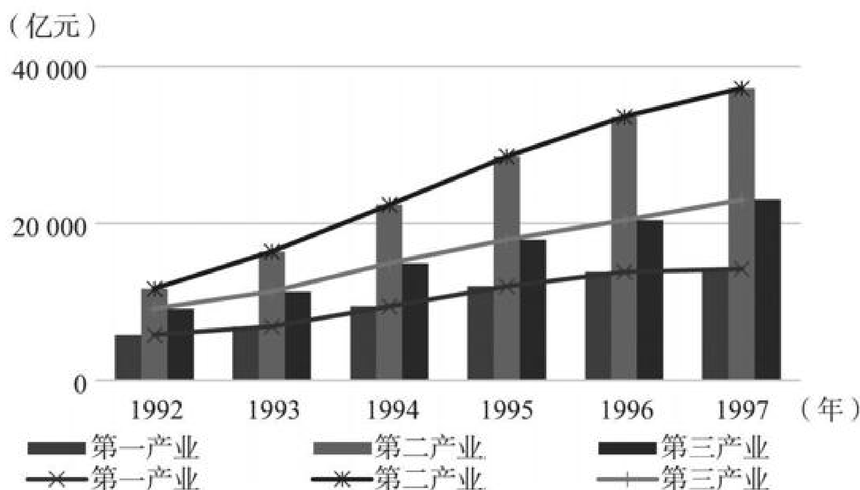


图2–15 第二次创业潮时，三大产业增加情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第二次创业潮时，第二产业中出现了大量乡镇企业。乡镇企业经历了20世纪80年代中后期和90年代初期的两次高速增长，到90年代后期，增速明显放缓，进入了结构调整的新阶段。1978年，乡镇企业仅占全国经济总量的6%；1998年，乡镇企业已占全国经济总量的27%。乡镇企业发展模式中最著名的是苏南模式[3]、温州模式[4]、珠江模式[5]和耿车模式[6]。

表2–5 乡镇企业发展模式的代表——苏南模式

年份	发展过程
1959	在“农机带头、大抓机械”的气氛中，苏南乡村开始创建机械化运作企业，苏南已有社队企业540家
1966	毛泽东提出“在有的时候，也要由集体办些小工厂”，苏南抓住发展契机，苏州队办企业年递增21%
1978	中央号召大力发展农机企业，无锡当年社队工业总产值占农村工业总产值的65%以上
1984	社队工业改为乡镇企业，1986年，苏南共有3.05万家乡镇企业
1993	苏南乡村工业大发展，1993年，苏南乡镇企业数量占江苏省全部乡镇企业数量的60%~70%

数据来源：IKMResearch

三大产业内部结构变动及特点

（1）第一产业：渔业占比增加明显，种植业占比持续下降

第二次创业潮时，行业结构发生了变化，渔业在第一产业中的占比从7%增加至10%，而种植业的占比从62%降至58%。

（2）第二产业：重工业调整政策见效

从1992年起，全国积极贯彻《全民所有制工业企业转换经营机制条例》，工业改革向广度、深度发展，企业经营机制转换和结构调整步伐加快，市场作用增强，再加上投资需求迅速回升，有力地促进了工业生产的高速增长。1995年还提出“抓住管好大的，放开搞活小的”的方针，对国有企业进行改革。

1982—1999年，轻工业产值占全部工业产值的比重低于重工业的比重，但总体上大体相当，都在50%上下。1992—1996年，重工业比重相对较高。

（3）市场地位确定，多元化投资时代开启

1980—1992年，是股票及其他股权类证券在中国初步发展的阶段。1990年，上海证券交易所和深圳证券交易所先后开始运行，上海市政府和深圳市政府又分别于1990年11月和1991年5月发布了《上海市证券交易管理办法》和《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》。

在以人民币计价的股票（即A股）诞生的同时，被称作B股的以外币计价交易的股票也开始出现。为了既能达到吸引外资发展中国资本市场的目的，又避免外资进入后对国内脆弱的资本市场造成冲击，具有离岸性质的B股市场诞生了。1991年11月30日，上海真空电子器件股份有限公司向海外投资者发行了每股100元、共100万股的中国第一只B股。

股票一级市场逐步形成，外资与民间资本开始活跃。全社会固定资产投资资金来源构成中，外资与民间资本比重快速增长，多元化投资时代开启。

表**2–6** 第二次创业潮时，全社会固定资产投资资金来源构成

年份	国家预算内资金占比	国内贷款占比	利用外资占比	自筹和其他资金占比
1992	4.3%	27.4%	5.8%	62.5%
1993	3.7%	23.5%	7.3%	65.5%
1994	3%	22.4%	9.9%	64.7%
1995	3%	20.5%	11.2%	65.3%
1996	2.7%	19.6%	11.8%	66%
1997	2.8%	18.9%	10.6%	67.7%
第二次创业潮时的比重变化	–1.5%	–8.5%	4.8%	5.2%

数据来源：国家统计局《中国统计年鉴2006》，IKMResearch，2018

三大产业就业人员数量和组成结构发生变化

由于第二次创业潮时国际分工再分配，中国取代日本主导的“雁阵模式”中亚洲“四小龙”和“四小虎”的位置，成为集原料供应、加工于一体的国家。第二次创业潮期间，国家持续对第二产业内部进行调整，对以能源、交通等基础性产业为重点的产业进行政策倾斜。通过产业结构重组，推进产业结构合理改革，促进高新技术产业发展。以流通业、服务业为主的第三产业蓬勃发展，产业结构开始转向“技术密集型”。

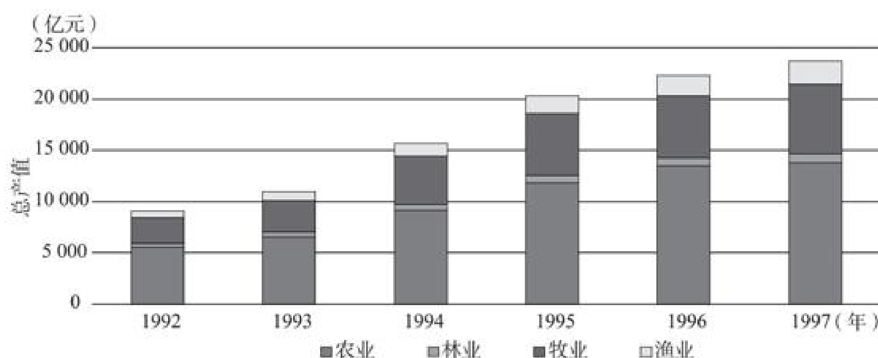


图2–16 第一产业各行业产值的变化情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

随着人均收入水平的提高，居民对耐久消费品的需求量增加，使以生产家用电器为核心的机电工业迅速发展。与此同时，对基础建设的大量投资带动了能源、原材料等基础工业的发展；纺织工业的发展也使市场对能源、原材料的需求大量增加。机械工业、电子工业等并没有相应地得到发展。

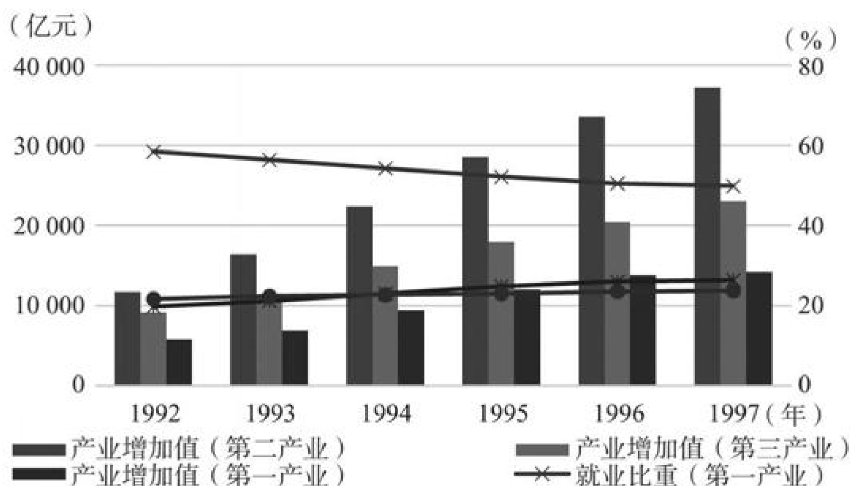


图**2–17** 第二次创业潮时，就业比重与产业增加值变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第一产业中劳动力占比持续降低。1990年以后，劳动力的规模也开始减退。第二产业中的劳动力占比相对稳定，第三产业中的劳动力占比大幅上升，1994年以后超过第二产业，并表现出较快的发展势头。就业结构变动表明，从第一产业中退出的劳动力大部分转入了第三产业，这是工业化过程的一个特征。不过第一产业中，劳动力的绝对规模仍然很大，约占劳动力总量的50.0%。

第二次创业潮的时代特征

第二次创业潮以“九二派”创业者为典型特征，诞生了迄今为止对中国经济影响最大的一批企业，包括华为、复星集团等。与第一次创业潮相比，第二次创业潮时，创业者的受教育程度有了显著提升。

表**2–7** 第二次创业潮的时代特征

发生时间	1992—1997年
持续时间	5年
经济情况	GDP平均增速为11.5%
背景	国民经济初步发展，与国际市场逐步融合
政策	《公司法》确立市场主体地位
创业人群	公务员、复员军人
创业者受教育程度	小学、中学学历
创业者年龄	30~40岁
投资机构	外资开始活跃
创业行业	服务业（金融、贸易、地产、医药）
创业地点	城市
创业特征	创业者拥有较高素质和大量社会资源
创业代表	“九二派”企业家

数据来源：IKMResearch

“个体户”与乡镇企业继续发展

个体户的出现，激活了一个封闭已久的群体对物质的渴望，发动了个体生产力的引擎，出现了引领风潮的草根企业家。1992—1999年，个体经营者人数直线上升，为当时的社会提供了许多就业机会，在计划经济体制和市场经济体制并存的局面下创造了新的社会经济活力。

公务员下海

第二次创业潮时，受到物质的激励与社会环境的影响，部分国企职员、公务员也投身于创业潮中。

中国处于多个行业空白、竞争压力小、创业成本低的环境中，“基本是摆个地摊儿就能发财的时代”，让这批最初“下海”创业的人尝到了甜头。人社部数据显示，1992年有12万公务员辞职下海创业，1 000多万公务员停薪留职，外出闯荡。

为降低下海风险，更多人选择停薪留职或者兼职的方式，也有平级调到企业任职的情况。1999年，根据中央全国地方机构改革会议决定，市、县、乡政府部门精简人数超过280万，这直接推动了公务员“下海”的进程。伴随着民营企业地位的提高，公务员下海创业成为常态，在一些地方甚至形成风潮，其中不乏部队转业军人下海创业。

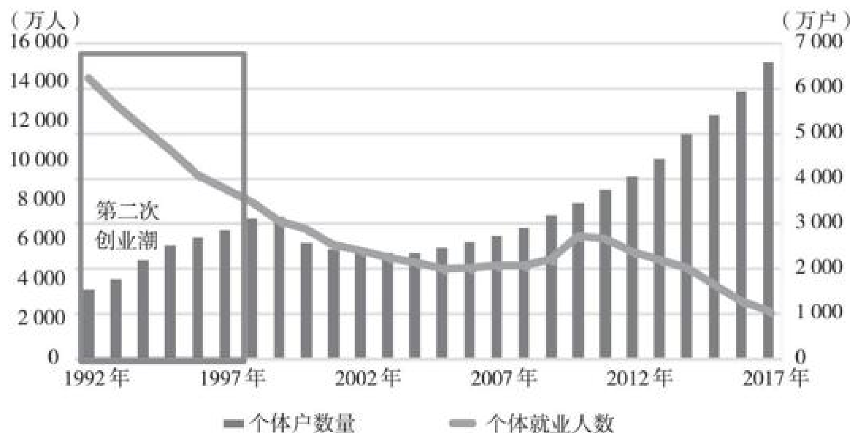


图2–18 第二次创业潮时，个体户数量与个体就业人数

数据来源：国家统计局，IKMResearch

以俞敏洪、郭广昌、王传福、陈东升、田源、毛振华、郭凡生、冯仑、王功权、潘石屹、易小迪、朱新礼等为代表的“九二派”企业家，具有较强的资源整合能力及现代化的经营观念，他们是20世纪90年代的主要企业家代表。

“九二派”企业家

一众具有高学历背景的创业者抓住了时代的浪潮，敏锐地发觉了市场机遇，借助其积累的资源创办了企业。

“九二派”企业家的特征：较高的学历背景，倾向于在服务业（比如金融、贸易）进行创业，地产、高新技术领域也有他们的身影。“九二派”企业家群体善于借鉴发达国家企业的成熟经验，并能将其成功的模式引入中国市场，因此能够成为引领中国新兴行业的佼佼者。

第三次创业潮（1997—2000年，2003—2008年）：互联网时代

第三次创业潮是在中国影响范围最广的一次创业潮，与海外创业潮同步发展，技术的推动作用开始显现。第三次创业潮时，出现的中国企业家包括张朝阳、雷军、马云、马化腾、李彦宏、求伯君等。

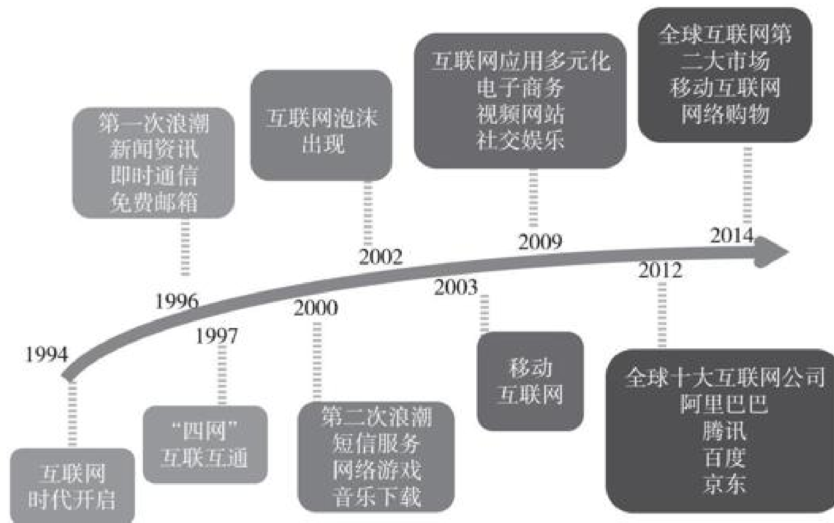


图**2–19** 第三次创业潮的发展历程

数据来源：IKMResearch

资本的大量投入与技术的飞速发展是第三次创业潮的最大特征。尽管2000—2003年受到东南亚金融危机影响，创业潮发展趋缓，但2003年全球经济回暖后，在技术的推动下，中国人口红利的优势尽显。

第三次创业潮的时代背景：全球互联网经济

（1）基础建设完成得较好，奠定中国互联网技术发展的物理基础

1993—1997年，中国互联网有了初步发展。1988—1998年，整整10年，中国建成了八横八纵的光纤通信干线网，这使中国之后的通信设施建设始终处于世界领先水平，为互联网行业创造了重要的发展基础。

第二次创业潮时，电脑、手机等电子产品产业快速发展，联想、海尔、格力、步步高等优秀企业出现。集成电路和微处理器的发明，使轻便小巧、价廉物美的电脑使用成本下降，一系列技术的成熟使商业接入信息网络，促使互联网行业快速发展，互联网创业潮是时代的重要特征。

（2）民间资本活跃，外资进入中国

早在第二次创业潮时，互联网行业就已经开始萌芽。此时，美国已经出现了几家具有代表性的互联网公司——Yahoo（雅虎）、

Hotmail（微软邮箱）、IE浏览器、Netscape（网景浏览器）、Infoseek（信息搜寻网）、Amazon（亚马逊）。1993年6月，IDG在上海成立了第一家风投公司；1995年，马云参观西雅图一个朋友的网络公司后，创立了中国第一个提供互联网商业信息的网站——中国黄页；1996年，张朝阳建立爱特信公司，这是中国第一家以风险投资资金建立的互联网公司；1998年，爱特信推出搜狐产品，中国首家大型分类查询搜索引擎网站出现。

1997年，丁磊走出体制，创办了网易公司；1999年，搜狐推出新闻及内容频道，综合门户网站的雏形出现；1999—2000年，邮箱开始普及，中国互联网企业三巨头“BAT”（百度、阿里巴巴、腾讯）及新浪等纷纷成立。

第三次创业潮时的创业者可以分为两类，一类是以马云、李彦宏、马化腾、丁磊为主的早期互联网创客，另一类则是以王小川、李想、戴志康、高燃、茅侃侃、王兴、姚劲波为主的“创二代”。

1997—2000年是中国互联网创业潮的萌芽期，但是这一萌芽期随着互联网泡沫的破灭进入冷却期，直到2003年携程、盛大成功上市，互联网创业潮才重新回暖。

2003年第二季度，百度宣布全面盈利。2001年，京东年销售额已达6 000万元。2005年8月5日，百度在美国纳斯达克成功上市。

除了搜索引擎，域名交易也是当时互联网领域较火的一门生意。毕业于计算机专业的姚劲波开始做起了个人网站——以域名注册交易为主业的“易域网”。2005年，姚劲波创立58同城网站，在本地生活领域，创业大有可为。李想于2005年从IT（信息技术）产品转向汽车业，创建汽车之家网站。“80后”创业群体开始引发关注。

（3）互联网创业潮发生在中国是必然的

截至2019年末，中国人口数量已经突破14亿，世界上没有任何一个国家能够拥有如此庞大的用户群体。技术的成熟再加上金融行业的不断发展，人们对信息的需求不断增加，用户群体持续增长，中国互联网行业的市场规模巨大。

第三次创业潮的市场供需变化

（1）收入与消费能力上升

第三次创业潮末期，人均工资为第三次创业潮开始时的4.5倍，基尼系数大于0.4，行业间工资差异加大。

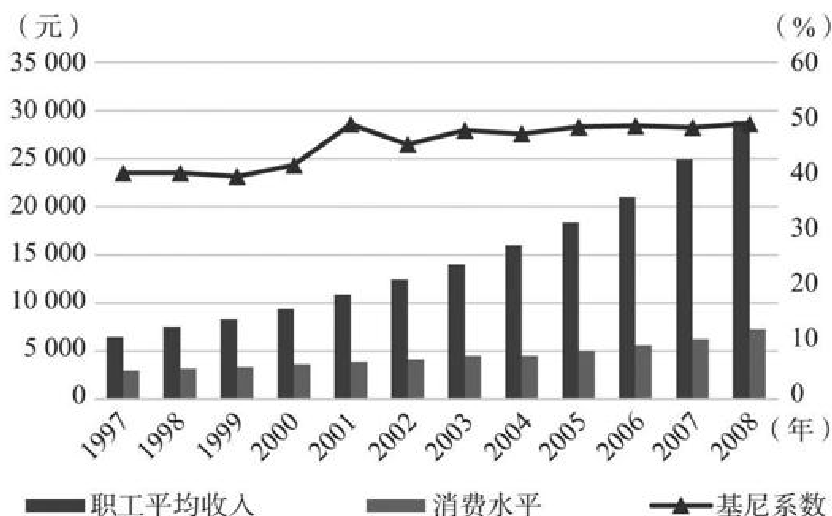


图2–20 第三次创业潮时的收入与消费水平

数据来源：国家统计局，IKMResearch

2008年，国家统计局发布的《中国统计年鉴》最后一次公开了各细分行业的平均工资。全国职工当年全年平均工资为28 898元，“高薪行业”包括石油和天然气开采业45 712元、烟草制品业60 200元、电力和热力供应业41 746元、航空运输业76 331元、计算机服务业76 261元、软件业76 824元、电信业45 745元、专业技术服务业47 286元、银行业61 318元、证券业167 995元。其中，证券行业的平均工资比全国全年人均工资的5倍还多。

（2）通货膨胀严重，但消费信心仍充足

第三次创业潮受到东南亚金融危机的影响，在1998—2002年出现了通货紧缩的情况。2004年后，由于受到投资飙升、消费不足的影响，开始出现新一轮的通货膨胀。

2004年开始，国内经济状况回暖，固定资产投资增长迅速，市场通货膨胀率快速走高，其中，2008年平均通货膨胀率达到5.9%。第三次创业潮时的大部分时间，中国消费者的消费信心都很充足。

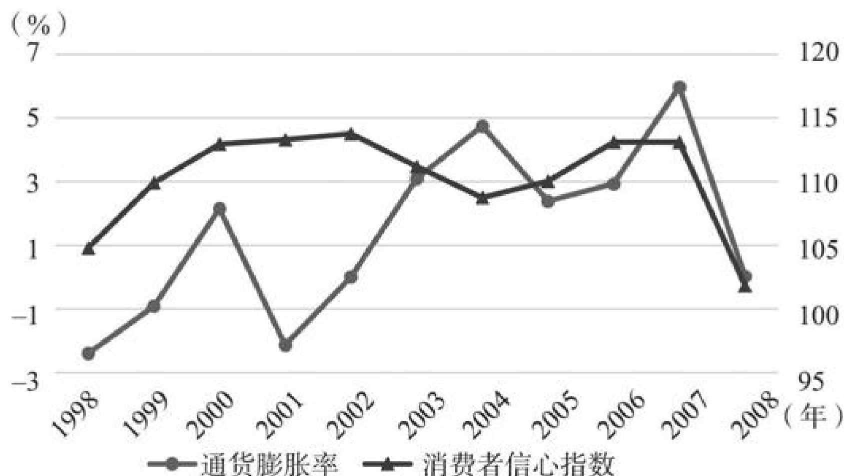


图2–21 第三次创业潮时，中国的通货膨胀及消费情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第三次创业潮时的产业发展状况

三大产业GDP占比发生变化

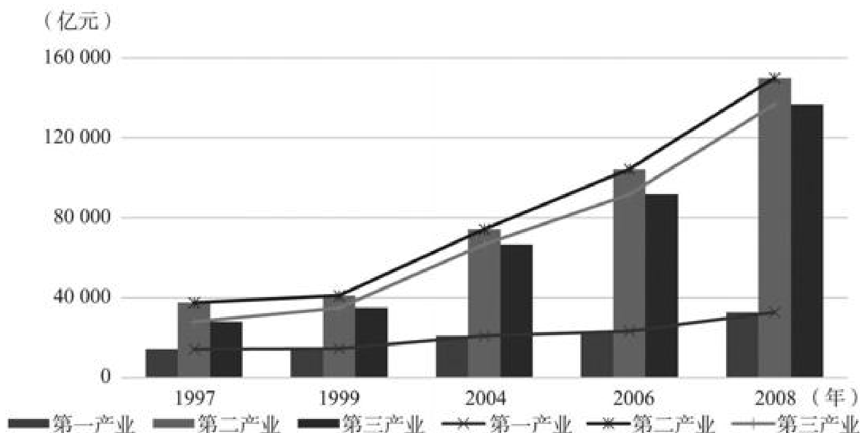


图2–22 第三次创业潮时，三大产业的增加情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第二产业仍呈快速上升的趋势，但值得注意的是，第二产业内部存在新兴行业的更替。第二次创业潮时，电力工业、交通运输设备制造业、电子机械及器材制造业、电子通信设备制造业和建筑业等5个行业

的产出比重呈上升态势，而森林工业、造纸文教用品工业、化学工业和机械工业等行业的产出比重则有所下降。第二产业内部行业波动相互叠加，整体表现出快速增长的局面。

三大产业内部结构变动：细分行业明显增多

（1）第二产业：重工业占比创造新高

2000年以后，轻工业在第一产业产值中的占比一度高于重工业，两者占比相差近20%。而到了2006年，重工业在整个第一产业产值中的占比达到70%。第三次创业潮时，重工业占比的增加与改革开放前重工业占比的增加有着本质区别。改革开放前的重工业化是不计客观条件，盲目“追赶”和“跨越”，而第三次创业潮时重工业的发展，则是受消费结构升级，城镇化进程加快，交通和基础设施投资加大的影响。第三次创业潮时，中国已经告别了“短缺经济”，人们在食品、服装、电器等方面的需求得到满足后，开始追求对汽车、住房等耐用消费品的消费。

（2）细分行业明显增多

国家统计局对三大产业细分行业的统计分类在第三次创业潮时发生改变。在对1997年的细分行业人均工资数据进行统计时，将行业划分为16大类，其中采掘业、制造业尚无细分行业数据。而第三次创业潮结束前（2007年底），行业则被划分为19大类，制造业细分行业多达30种。

细分行业增多的情况主要集中在第二产业及第三产业，第一产业行业细化程度偏低。在第三次创业潮中后期，国家对经济行业的分类进行了更新，将行业划分为门类、大类、中类、小类四个层次。

门类主要分为以下行业：第一产业（农、林、牧、渔业）、第二产业（采矿业，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，建筑业）、第三产业（批发和零售业，交通运输业，仓储和邮政业，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，房地产业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业，水利、环境和公共设施管理业，居民服务、修理和其他服务业，教育业，卫生和社会工作，文化、体育和娱乐业，公共管理、社会保障和社会组织，国际组织）。

行业细分的变化详细可参考《国家经济行业分类》GB/T 4754–2002及《国家经济行业分类》GB/T 4754–2011。

三大产业就业人员数量和组成结构的变化

在经历了第一次和第二次创业潮后，技术密集型企业开始蓬勃发展。第二次创业潮前，就业主要靠第一产业和第二产业进行拉动，尤其是第一产业，人数最多，这也与当时中国的国情一致。农村人口远远大于城市人口，农业就业人数远远大于其他产业。第三产业不发达，就业问题不显著，说明中国当时存在大量隐性失业人口。

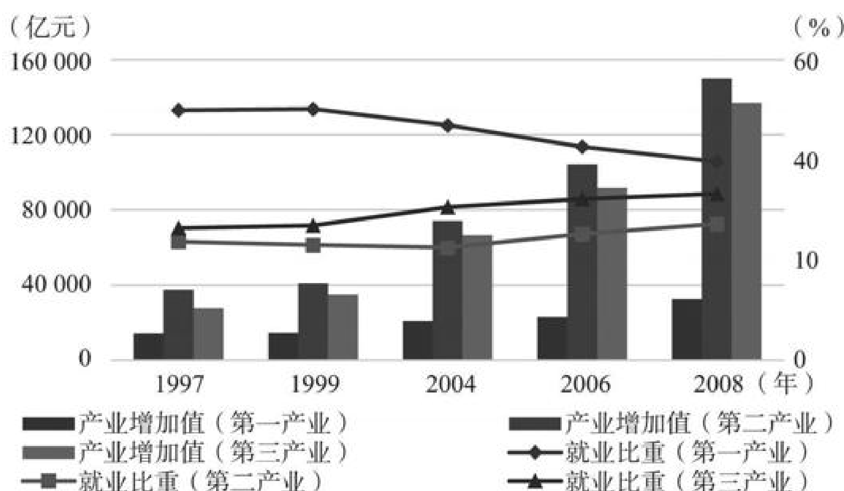


图2–23 第三次创业潮时，就业比重与产业增加值变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第三次创业潮时，第三产业快速发展，第二产业的就业比重在第三次创业潮时经历了先减少后增加的过程。

第三次创业潮的时代特征

在世界互联网浪潮的冲击下，大批有海外留学背景的人士开始创业，开启了中国互联网创业潮。

互联网技术作为第三次创业潮的关键驱动因素，贯穿第三次创业潮的整个发展过程，但受到金融危机与互联网泡沫破裂的影响，创业潮曾中断。

（1）互联网创业潮的第一阶段：面向企业

1997年是中国互联网的元年，中国互联网络信息中心（CNNIC）在1997年12月1日发布了第一次《中国互联网络发展状况统计报告》，全

国共有上网计算机29.9万台，上网用户62万人。这是互联网创业潮的第一阶段（1997—2000年），中国互联网行业经历了创业期、投资期和泡沫破灭后的低迷期。

表2–8 第三次创业潮的时代特征

时间	1997—2000 年	2003—2008 年
持续时间	4 年	6 年
经济情况	中国经济快速发展，10 年间的平均 GDP 增速接近 10%，东南亚金融危机袭来，创业潮受到影响	
背景	第一次互联网创业潮	
政策	光纤通信干线网建成	
创业人群	海归人群	
创业者受教育程度	大学及以上学历	
创业者年龄	30 岁左右	
投资机构	天使投资人	
创业行业	互联网	
创业地点	城市	
创业特征	互联网、资本、国际化	
创业成功的公司	阿里巴巴、腾讯、百度、网易等	
创业代表	马化腾、马云、李彦宏等	

数据来源：IKMResearch

中国互联网创业潮的前期以企业间电子商务模式（B2B）探索和发展为主，如中国的化工网、慧聪网。随后诞生了大量直接面对消费者的网络零售模式平台［B2C（企业对用户）和C2C（用户对用户）］，B2C如当当网，C2C如易趣网等。互联网创业概念鼓舞创业者利用互联网传播传统贸易信息，新浪、搜狐、百度、阿里巴巴和腾讯等互联网企业先后诞生。

中国互联网行业的第一次创业潮

1996年，中国归国留学生人数达8.9万人。

1997年1月，美国麻省理工学院毕业的博士张朝阳创办了爱特信网站，1998年2月，他在中国推出了中文网页目录搜索软件——“搜狐”。2000年7月12日，搜狐在美国纳斯达克上市。

1997年6月，26岁的丁磊在广州创办网易公司，推出了第一个

中文个人主页服务系统和免费邮箱系统。

1997年10月，29岁的软件工程师王志东领导的四通利方获得第一笔风险投资，该网站的体育论坛因帖子　《大连金州没有眼泪》而备受关注。次年，四通利方开办新闻频道，并收购北美网站华渊资讯网，将其更名为“新浪网”。2005年4月13日，新浪网成功在美国纳斯达克上市。

1998年，马化腾成立了深圳市腾讯计算机系统有限公司。1998年，雅虎进军中国。

1999年，马云在两次创业失败后，决定成立一家为中小企业服务的电子商务公司，域名就叫阿里巴巴。刑明把从股市赚来的钱投资在了3个网站项目上，其中一个叫“天涯社区”。

2000年1月1日，李彦宏在北京中关村创立百度公司。

1995年5月9日，马云创办中国黄页，这是最早为企业提供网页创建服务的互联网公司；1997年，B2B垂直网站——中国化工网成立；1999年，8848、携程网、易趣网、阿里巴巴、当当网等一批电子商务网站先后创立。1999年底，互联网行业的创业高潮来临，国内诞生了370多家开展B2C业务的互联网公司，2000年增长至700家。

但随着2000年互联网行业泡沫的破灭，纳斯达克指数急剧下挫，8848等一批电子商务企业倒闭。尽管受到一次重大挫折，互联网行业的创业脚步并未停下。百度、腾讯、阿里巴巴在这一时期迅速崛起，成为中国新兴行业的代表。而它们所代表的中国互联网行业，将以不可阻挡之势，改变整个中国的经济结构。

（2）互联网创业潮的第二阶段：向个人用户延伸

2001—2003年是中国新一代互联网的建设期，宽带提速，信息流明显增加。2001年，中国网民数量在3　300万左右，网民还是很多人眼中的精英人群。随着宽带提速，中国网民的数量急剧增加，人口红利成为第三次创业潮时支撑中国互联网产业快速发展的最重要因素。

2003—2008年，中国互联网产业向个人延伸，网购理念得到迅速普及，许多人养成了网购的习惯。网络零售模式的迅速发展，使电子商务平台如雨后春笋般出现。2003年5月，淘宝网成立，同年10月“支付宝”出现，慧聪网于2003年12月底在中国香港上市，成为内地B2B型电子商务模式的首家上市公司；2004年，京东开始涉足电商领域；2007

年，阿里巴巴成功在中国香港上市。

电商的蓬勃发展，促使电子商务的支撑服务兴起。随着电子商务交易额的迅速增长，传统企业纷纷开设网上商店，设立电子商务部门，银行也开设了网上银行业务。

2007年，我国网络零售交易规模达561亿元。网商崛起，并逐步将电子商务的业务范围延伸至供应链环节，促使物流和网上支付等电子商务支撑服务兴起。顺丰速运、申通快递、圆通速递等速递公司发展迅速，物流和仓储设备建设也进一步跟进。越来越多的人选择开设淘宝店进行创业，突破以往的就业途径和形式，创业成为一种新潮流。

中国的互联网公司一开始就敢于进行各种尝试，逐渐发展成今天百度、腾讯、阿里巴巴“三国鼎立”的局面。时至今日，互联网领域的创业者仍不断在这个行业进行深耕，“互联网＋”等各种形式的创业层出不穷。

（3）外资在第二次创业潮时及时进入市场，第三次创业潮时获得高额回报

第二次创业潮时，外资率先对中国市场做出反应，早早布局。1999—2000年是中国互联网行业大发展的时期，IDG资本在中国先后投资了100多家公司，基本覆盖了所有互联网企业，包括搜狐、百度、腾讯等。1998年，英特尔开始在中国布局战略投资。2000年，软银进入中国，并投资携程，2004年又投资了阿里巴巴。同年，KPCB和红杉资本进入中国。

中国本土投资机构直到第三次创业潮时才出现，落后外资活跃资本至少7年。2000年，达晨创投、同创伟业先后成立。2001年，深创投萌芽，联想投资创立。刚起步不久，中国创投就遭遇了第一个资本寒冬。2002年的创业板未能如期开放，也加剧了资本寒冬的寒意。

2003—2004年，美元创投回暖，携程、盛大上市，中国互联网行业出现新高潮。外资资本快速获得回报，中国本土机构达晨、深创投2006年成功退出（同洲电子上市），大量本土优秀科技企业选择远赴海外上市，形成中国企业赴美上市潮。2004—2007年，中国内地共有57家中小企业以IPO（首次公开募股）的方式在纽交所、纳斯达克上市。其中纽交所的23家企业的IPO平均融资规模为3.08亿美元，纳斯达克的34家企业的IPO平均融资规模为1.14亿美元。2004年以来，赴美上市的57家中小企业的IPO融资额合计109.6亿美元，与同期中小板727.8亿元

人民币的IPO融资额基本持平。

中国有世界级的优秀科技企业，但本土资本却尚未成功分享投资硕果。这种状况与中国本土市场的资本不够活跃有关。2003年，中国内地企业在海外发行上市的有48家，筹资金额约70亿美元。2004年有84家，筹资金额111.51亿美元，约为中国内地市场的3倍。在2005年，81家中国内地企业分别在中国香港、新加坡、纳斯达克及多伦多交易所上市，首次公开发行、募集资金约200亿美元，远远超出沪深两市2003年和2004年首发募集的100亿美元。2006年，国内企业在境外上市首发融资440亿美元，是国内市场首发融资额的2.5倍。

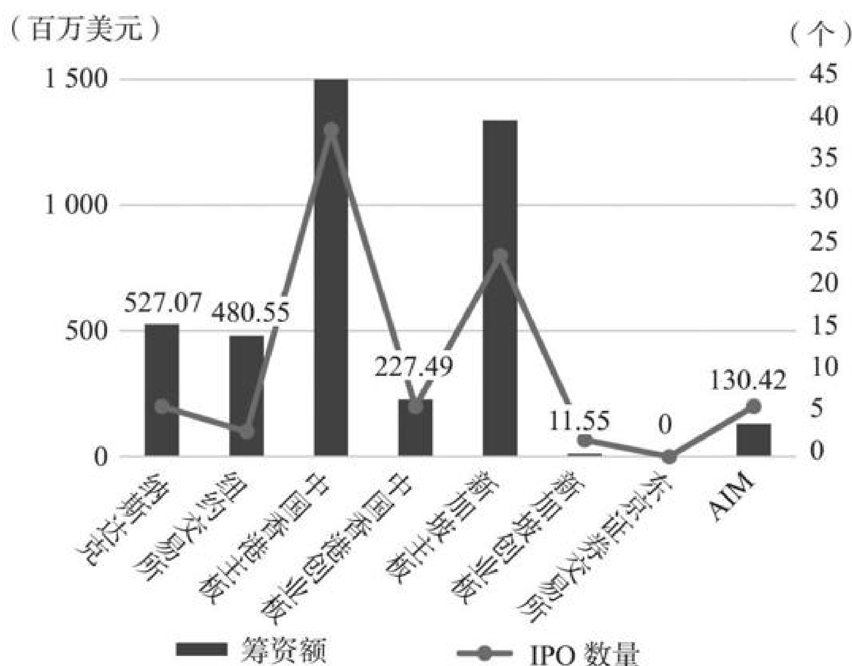


图2–24 2006年，中国企业海外发行上市情况

数据来源：《清科—2006年中国企业上市年度报告》，IKMResearch

另一方面，也与中国资本市场的建设规则有关。中国内地A股市场上市门槛高，对企业上市前的持续盈利时间有着硬性要求，对于TMT行业［Technology（技术）、media（媒体）、telecom（通信）］有着较为严格的外资准入限制，证券发行核准制下的上市等待期较长、不确定性较强。对互联网科技企业来说，不仅在初创期很难实现盈利，即使是很多已经在境外实现IPO的互联网企业，多年后也仍然没有实现盈利。

第四次创业潮（2014年至今）：“大众创业，万众创新”

在2014年9月的夏季达沃斯论坛上，李克强总理提出，借改革创新的东风，在960多万平方公里大地上掀起“大众创业”“草根创业”的新浪潮，形成“大众创业，万众创新”的新局面。中国正式步入第四次创业潮。相比前三次创业潮，第四次创业潮之所以能出现，政府所起的推动作用更大。

第四次创业潮时，时代环境已经发生了巨大变化。固定资产投资收益不断下降，人口结构改变，经济的高速增长正在面临边际效应。前三次创业潮时，中国经济增速明显，GDP平均增速接近10%。但第四次创业潮时，中国GDP增速基本维持在7%左右，未来GDP增速预计将维持在6%左右。

第四次创业潮的时代背景

（1）经济增长的动力

人口结构弊端开始显现。2011年，中国人口结构出现拐点，从2012年开始，劳动人口的总数和占总人口的比重都开始下降。人口老龄化现象加剧，江苏、辽宁等6个省市甚至已经进入深度老龄化社会。2012年以来，中国经济增速放缓。

1998年前后，中国第一代互联网公司诞生。进入2014年，新浪董事长曹国伟、搜狐CEO（首席执行官）张朝阳、小米董事长雷军、新东方创始人徐小平这一批受惠于改革开放与互联网行业的企业家，成为中国新一代天使投资人。本土天使投资人群体的壮大，为第四次创业潮提供了更多机会。

（2）商事制度改革

2015年，随着商事制度改革的推进，我国市场主体继续保持快速发展的良好势头。全国新登记企业443.9万户，同比增长21.6%，平均每天新登记企业1.2万户，注册资本29万亿元，同比增长52.2%，创历年新登记数量和注册资本总额的新高。其中，信息传输、软件和信息技术服务行业新登记企业24万户，同比增长63.9%。2015年10月1日，“三证合一、一照一码”登记制度在全国全面实施，11月、12月的新登记企业数量连创新高，分别达到46万户和51.2万户。

“三证合一、一照一码”和“先照后证”等制度的实施使工商登记注册更加便利，促进了小微企业的繁荣发展。商事制度改革与国家创业创新政策形成叠加效应，促进了大众创业，也推动了市场主体快速增长。

在激发市场活力的同时，商事制度改革还促使产业结构优化。2015年，第三产业新登记企业357.8万户，同比增长24.5%，占新登记企业总数的80.6%。截至2015年底，第三产业有企业1 635.7万户，占企业总数的74.8%，比2014年增加了1.5%。

第四次创业潮时的市场供需变化

（1）工资增长放缓，行业收入分化严重

工资增长放缓，2014—2015年，城镇非私营单位的工资增长率为24%，2017—2018年仅为10.9%。

行业收入分化严重，采矿业的平均工资呈现负增长的态势，原因在于煤炭、焦煤、铁矿石等的市场需求大幅度下降，再加上这些行业本身就存在产能过剩的现象，因此效益下降。金融业的平均工资接近全国平均工资水平的2倍。

（2）通货膨胀速度放缓

与前三次创业潮相比，中国在第四次创业潮时，已经能够对通货膨胀进行控制。

第四次创业潮时，消费者信心指数较高。居民收入水平与消费水平上涨速度快，消费市场环境好，有利于创业潮的发展。

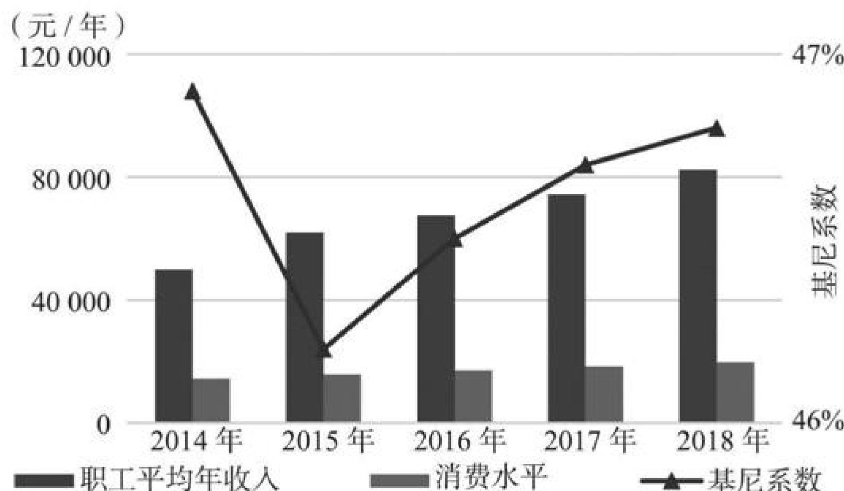


图2–25 第四次创业潮时，中国职工的收入与消费水平

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第四次创业潮时的产业发展状况

三大产业的GDP占比发生变化：第三产业增加值超过第二产业

继2013年第三产业在三大产业中的占比首次超过第二产业后，2014年，第三产业在三大产业中的占比提高到47.8%，高出第二产业4.7%。而2015年，第三产业占比则为50.2%，超过第一产业和第二产业占比的总和。中国经济正由工业主导型向服务业主导型转变。

三大产业内部结构变动及特点

第四次创业潮时，全国创业高潮迭起，新登记企业数量众多，仅2014年第三季度的新登记企业数量就已经达到361万户，2016年第二季度达到482万户。新登记企业集中在第三产业、互联网技术等领域，有了积极变化。

服务业加快发展，移动互联网、集成电路、高端装备制造、新能源汽车等战略性新兴产业发展迅速，互联网金融异军突起，电子商务、物流快递等新业态快速成长，众多“创客”脱颖而出，文化创意产业蓬勃发展。国家对第二产业的过剩产能进行了调整，对钢铁、水泥等15个重点行业进行落后产能淘汰。

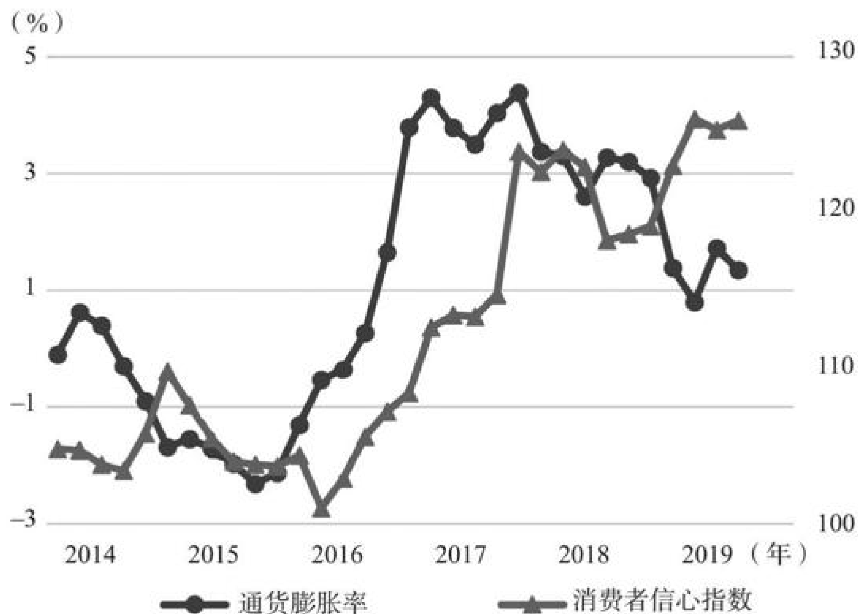


图2–26 第四次创业潮时，中国的通货膨胀及消费情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

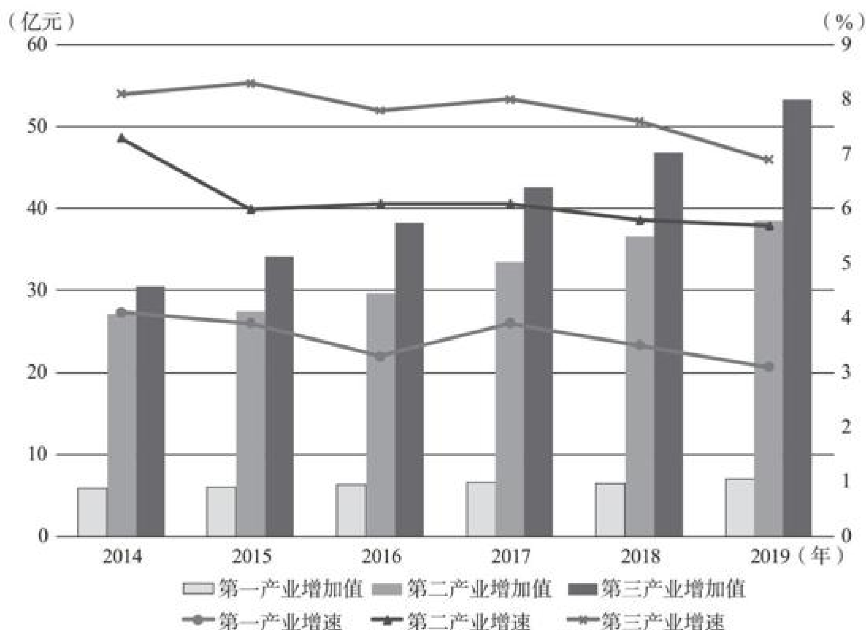


图2–27 第四次创业潮时，三大产业的增加情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch

三大产业就业人数和组成结构的变化

由于经济增速放缓和人口拐点到来的双重影响，我国劳动力市场上出现了“供需双降”的情况。根据人社部的统计，2015年1 ～ 3月，全国城镇新增就业324万人，同比减少20万人。

另外，显性失业与隐性失业并存的现象也存在。随着经济增速的下降，隐性失业问题开始凸显。根据估算，我国隐性失业人口数量由1978年的3 902.8万，波浪式增加到2002年的21 598.4万，此后隐性失业人口数量开始迅速下降，直至消失。

第四次创业潮的时代特征

与前三次创业潮相比，第四次创业潮时，政府的推动力更大。同时，由于移动互联网技术的快速发展，人口红利得到充分利用。巨大的人口红利使中国诞生了微信、微博等具有中国特色的全球化手机应用程序，开启了中国移动应用出海的时代。

但是，庞大的人口数量也导致了恶性竞争和资源浪费。大量同质化的手机应用程序层出不穷，恶性竞争行为时有发生，市场亟待规范。

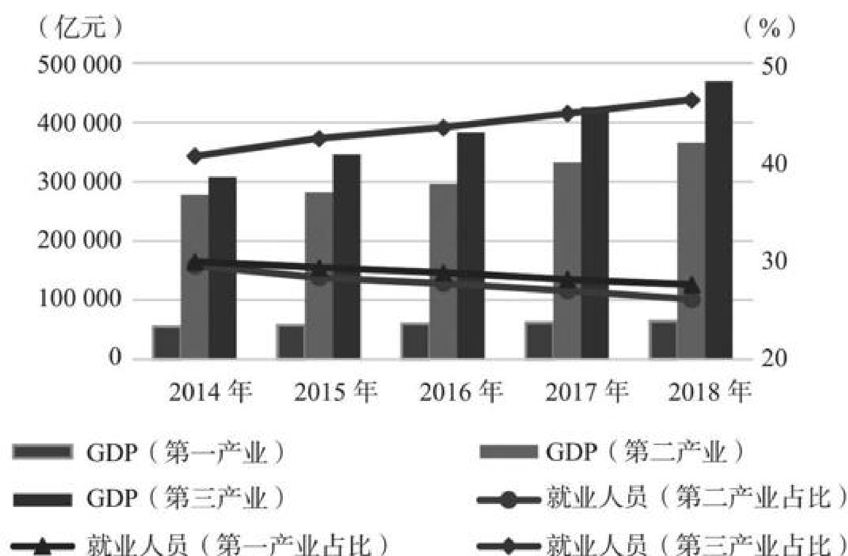


图2–28 第四次创业潮时，国家三大产业的就业比重与产业增加值变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

表2–9 第四次创业潮的时代特征

发生时间	2014 年至今
持续时间	正在进行中
经济情况	经济增速放缓，面临下行的压力
背景	政府工作报告提出，要推动“大众创业、万众创新”
政策	国家支持“大众创业，万众创新”
创业人群	社会各界人士
创业者受教育程度	大学及以上学历
创业者年龄	20~40 岁
投资机构	创建时间最长的本土 VC 机构已有 15 年，第一批投资机构已经进入中国 20 年
创业行业	多行业（互联网、生物科技等）
创业地点	城市
技术依托	以云计算、大数据、移动互联网、智能化为技术依托
创业代表公司	大疆、滴滴等

数据来源：IKMResearch

政府政策推动，第四次创业潮来临

与前三次创业潮的情况不同，第四次创业潮时，由于有了多项政策的支持，创业成本大大降低。

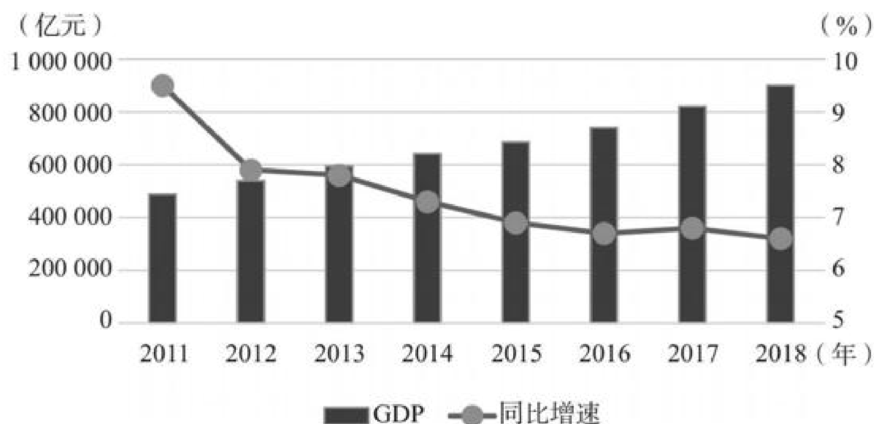


图2–29 2011—2018年，GDP增速情况

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2019

科学技术、新商业模式、资本、政策等力量促使第四次创业潮到

来。与前三次创业潮不同的是，中国在国际社会中拥有了更多的议价权。2008年金融危机后，中国的出口市场变得低迷，从年初超过两位数的增长迅速回落至负增长。2015年，中国的GDP增速首次低于7%，此后一直处于“6”的时代。

第四次创业潮的系统化辅助覆盖范围更全。各级政府都对创业创新企业在工商行政、税收优惠、人才引进、融资等方面提供了一系列优惠政策。在政策的激励下，神州大地上掀起了新的“创业潮”。

表2–10 2014年9月，国家出台六大新政推动大众创业

政策	内容
简政放权	加快进行资格审查
税收支持	除月销售额在2万元以下的小微企业，2014年10月至2015年底，月销售额在2万~3万元的企业纳入暂免征税范围
融资支持	采取业务补助、增量业务奖励等措施，引导担保、金融和外贸综合服务等，为小微企业提供融资服务
财政支持	对吸纳就业困难人员就业的小微企业，给予社会保险补贴。政府以购买服务等方式，为小微企业提供免费技能培训、市场开拓等服务
资金支持	加大中小企业专项资金对小微企业创业基地的支持，鼓励将小微企业纳入地方中小企业扶持资金支持范围
信息系统建设	为使小微企业更容易获得政策信息，使用大数据、云计算等技术提供更有效的服务

数据来源：国务院，IKMResearch

有了政府政策的支持，多地出现了对优质创业资源、优质创业人才、孵化机构进行争抢的局面。各种财政补贴也可以吸引创业者。

创客与小微企业活跃度快速提升，创客经济风潮兴起

前三次创业潮时，出现了一大批富裕人群，这些人可以激励更多创业者通过创业获得财富。

据国家市场监督管理总局的初步统计，2019年，全国新设市场主体2 179万户，日均新设企业2万户。与第四次创业潮初期相比，日均登记户数从0.67万户增加到2万户。其中，小微企业占比达96%以上。

国家市场监督管理总局对新设立的小微企业的周年活跃度调查显示，小微企业表现活跃。2015年，我国新登记的企业中有96%属于小微企业；2016年，有86%是小微企业，周年开业率达70.8%，开业一周年后，户均从业人员从6.6人增加到7.7人。截至2018年第一季度，被调查

的小微企业户均人数7.7人，个体工商户户均人数2.8人。2018年上半年，新出现的企业和个体工商户如果按照40%的开业率计算，可创造的就业岗位超过1 300万个。

移动互联网、智能硬件、可穿戴设备、生物技术等行业迅速发展，创客们运用互联网技术、创新的商业模式和风险投资，迎来了一个新的创业时代。创业成本越来越低，越来越多的人加入了创业大军，创业已经成为一个时代的特征。

大量独角兽企业涌现

第四次创业潮时涌现了大量独角兽企业。根据CBInsight统计，截至2019年7月24日，全球估值超过10亿美元的独角兽企业总数为380家，与2010—2018年相比增加69家。

新增的独角兽企业中，中国占据了9席。中国与美国的独角兽企业数量占全球独角兽企业总数的80%以上，中美两国的创业投融资环境均比较好。按估值计算，2018年排名前五的独角兽企业分别是蚂蚁金服（中国）、字节跳动（中国）、优步（美国）、滴滴出行（中国）、WeWork（美国）。

表2–11 2018年，中国和美国的独角兽公司名单

公司名称	估值（亿美元）	国家	行业	公司名称	估值（亿美元）	国家	行业
蚂蚁金服	1 500	中国	金融科技	滴滴出行	600	中国	交通出行
优步	720	美国	交通出行	陆金所	380	中国	金融科技
WeWork	470	美国	企业服务	JUUL Labs	380	美国	电子商务
爱彼迎	293	美国	房地产服务	Stripe	225	美国	金融科技
快手	200	中国	新文娱	京东数科	200	中国	企业服务
菜鸟网络	200	中国	智慧物流	比特大陆	145	中国	金融科技
Door Dash	126	美国	电子商务	Pinterset	120	美国	新文娱
Samumed	120	美国	生物医药	Lyft	115	美国	交通出行
字节跳动	750	中国	新文娱				

注：优步、Pinterset、Lyft已经于2019年上市。
数据来源：胡润排行榜，IKMResearch，2019

独角兽公司是指创办时间不超过10年，全球估值在10亿美元以上，

获得过私募投资且未上市的初创企业。胡润研究院2019年10月公布的数据显示，2018年，中国独角兽企业的数量首次超过美国。

中国独角兽企业的形成有如下原因：一、中国人口基数大，市场广阔，这为独角兽企业的孕育提供了天然条件，特别是在电商、交通出行、物流等行业。二、中国独角兽企业受资本驱动，依靠政府和大公司的单一投资就可以达到独角兽公司的估值门槛，近50%的中国独角兽企业有腾讯、阿里巴巴或百度的投资。

2.4 深入剖析对比四次创业潮

中国的四次创业潮见证了人类历史上一次重要的经济转型的全过程。过去的70多年里，中国实现了从农业社会向工业社会的转变，并正从工业社会向数字经济时代迈进。技术的更新换代，使旧产业、旧行业被新产业、新行业替代的速度加快。全球经济定位的变化和国内旺盛的需求，为快速发展的新技术提供了广阔的市场空间。

回顾四次创业潮背景下的市场供需变化

四次创业潮的市场需求

人口数量是中国广阔市场的重要体现

中国最大的人口红利来自1962—1975年婴儿潮时出生的人口。中国到目前为止共出现了三次婴儿潮。

第一次婴儿潮出现在1952—1959年。当时，国家实行鼓励生育的政策，一个家庭有四五个孩子的现象很常见。每年出生的人口在1 600万~2 200万。当时中国的总人口只有4亿，婴儿潮人口的绝对数量不大。

第二次婴儿潮是1962—1975年，高峰出现在1965年。当时由于国家经济状况逐渐好转，补偿性生育来势很猛，人口出生率在30‰~40‰之间，平均出生率为33‰；每年出生的人口在2 100万~2 900万，10年间，全国共出生近2.5亿人。这次婴儿潮是中国历史上出生人口最多、对后来影响最大的婴儿潮。简单来讲，中国过去经济的高速增长与这一代婴儿潮人口的关系密切。根据全国老龄工作委员会公布的数据，截至2017年底，我国60岁及以上的老年人口有2.41亿，占总人口的17.3%。中国加速进入老龄化社会也与第二次婴儿潮时出生的人口老去有关。过去20年是房地产黄金时代，与这一代人对住房的大量需求有关。

第三次婴儿潮是1986—1991年。中国上一次婴儿潮时出生的人口已经成家立业，到了生育年龄，因此带来了第三次婴儿潮，这次婴儿潮

被称作回声婴儿潮。受计划生育政策影响，此次婴儿潮出生的人口总量虽不及前两次婴儿潮，但也有1.24亿人，接近当前全国人口数量的10%。1960年，中国人口总数仅为6.6亿。到1990年时，中国人口数量已经突破10亿，达到11.4亿，人口数量稳居全球第一。

第三次婴儿潮时，人口出生的峰值出现在1987年，这一年共出生了2 500万人。直到1997年，每年的出生人口仍在2 000万以上，之后则快速下滑至2003—2010年的1 600万左右。

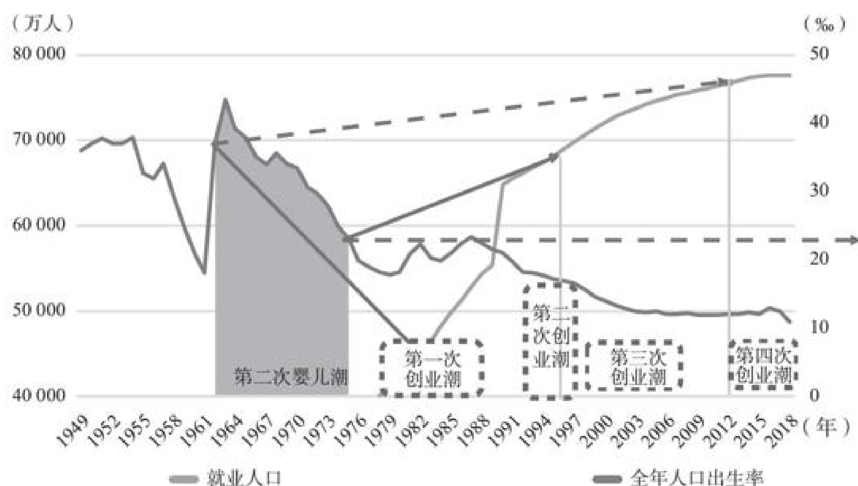


图2–30 中国的婴儿潮与创业潮

数据来源：国家统计局，IKMResearch

庞大的人口数量为历次创业潮提供了广阔的市场和人才资源。以快消品为例，2016年，我国包括包装食品、含酒精饮料、软饮料、日化品在内的快消品零售额为3.2万亿元。

庞大的人口为中国提供了前所未有的发展机遇，也埋下了未来30年发展的危机。2025年，第二次婴儿潮时出生的人已全部达到或超过50岁（1975年出生的人为50岁），年纪最大的人（1962年出生的人）已经63岁。庞大的老龄人口，数量不足的新生人口，再加上年轻人口数量的断崖式下跌（“00后”比“80后”少约7 200万人），原来能使经济快速发展的驱动力正逐渐失效。

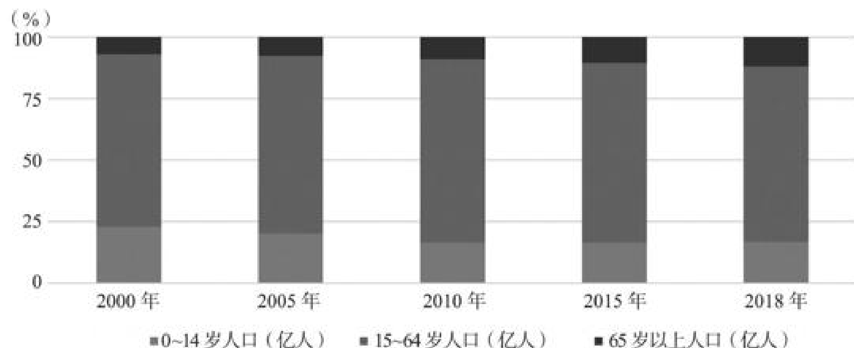


图2–31 2000—2018年的中国人口结构

数据来源：国家统计局，IKMResearch

第二次婴儿潮时出生的人口为第二、第三次创业潮提供了主力军。第三次婴儿潮时出生的人口则是第四次创业潮的主力军。

但是第四次婴儿潮尚未出现（理论上，2017年应该是人口出生的高峰期，因为第三次婴儿潮期间出生的人口集体进入生育高峰期）。第四次创业潮时，中国创业主力、市场主力锐减，后续发展动力严重不足，原先的经济增长模式难以为继，生产要素发生巨大改变。高质量的创新式发展将成为拉动未来经济增长唯一有效的引擎。

收入与消费能力不断提升，需求空间进一步扩大

居民可支配收入不断提高，激活了消费市场的潜力。截至2018年底，全国居民人均可支配收入28 228元。其中，城镇居民人均可支配收入39 251元，同比增长5.6%；农村居民人均可支配收入14 617元，同比增长8.8%。2018年，居民存款72.4万亿元，同比增长11.1%。如按照14亿人口的规模来进行简单测算，人均储蓄存款已超过5万元。

尽管城镇居民家庭人均可支配收入与农村居民家庭人均可支配收入存在差距，但对比第一次创业潮初期，全体居民人均纯收入仍有大幅提升。

居民旺盛的消费能力，为行业发展创造了空间。第一次创业潮时，全国收入水平均较低。1978年，全国职工平均货币工资为644元，到第一次创业潮结束时，全国职工平均货币工资上升至1 747元。1978年，全国居民人均消费184元，1988年上升至693元。

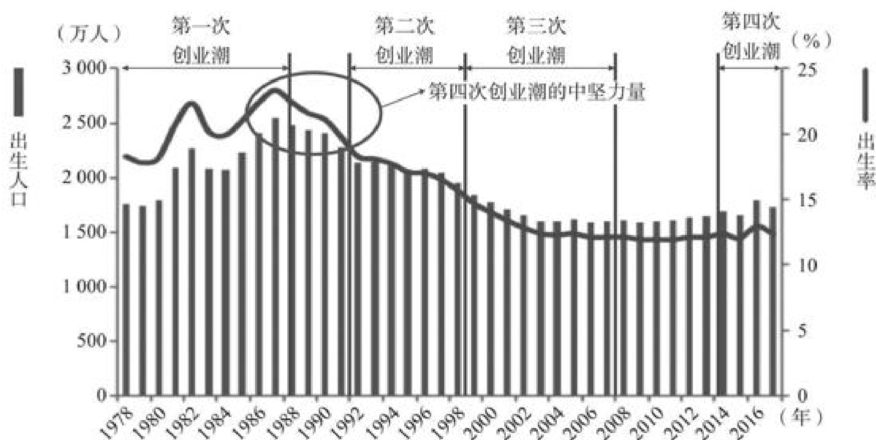


图**2–32** 中国历年的新增人口数量

数据来源：国家统计局，IKMResearch，2018

第二次创业潮时，职工平均收入显著提高。1992年，全国职工平均收入为2 711元，1997年为6 470元，上涨幅度达140%。全国职工消费水平也从1992年的1 116元上涨至1997年的3 006元。

中国居民消费存量扩张空间较大。中国居民消费支出占GDP的比重仅为39%，远低于其他经济体水平。美国、英国、日本、欧盟等发达经济体的居民消费支出占GDP的比重分别达到69%、63%、56%和54%，韩国、中国香港、中国台湾等亚洲新兴经济体分别达到48%、67%和53%。

消费不断升级

近年来，中国的消费水平一直保持平稳较快增长，成为经济稳定运行的“压舱石”。居民总体消费规模不断扩大。2017年，社会消费品零售总额达到36.6万亿元，增长10.2%，全国居民人均消费支出为18 322元，增长7.1%。2017年，中国的恩格尔系数为29.3%，达到联合国20%～30%的富裕标准。消费升级类商品的销售增长较快，通信器材、体育娱乐用品和化妆品类的商品分别增长11.7%、15.69%和13.5%。

第三次创业潮开始时，服务类消费的占比快速提升，以互联网为代表的服务行业进入快速发展阶段。耐用品消费从“老四件”向“新六件”转变，消费风向也发生了转变。

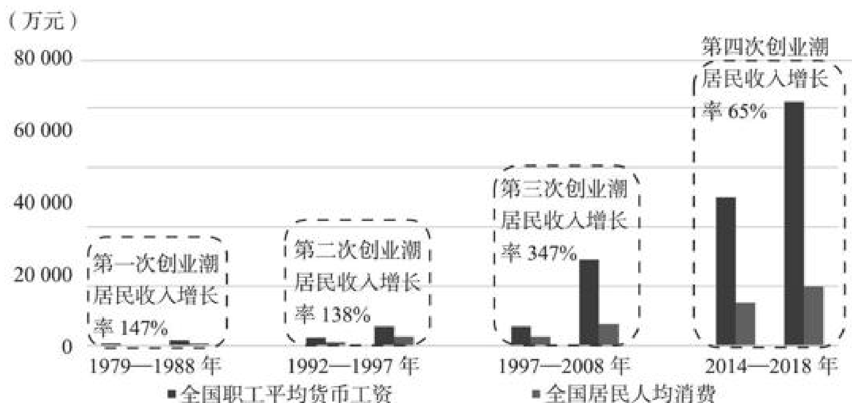


图2–33 四次创业潮期间，居民收入与消费情况对比

数据来源：国家统计局，IKMResearch



图2–34 中国居民消费支出占GDP的比重

数据来源：国家统计局，IKMResearch

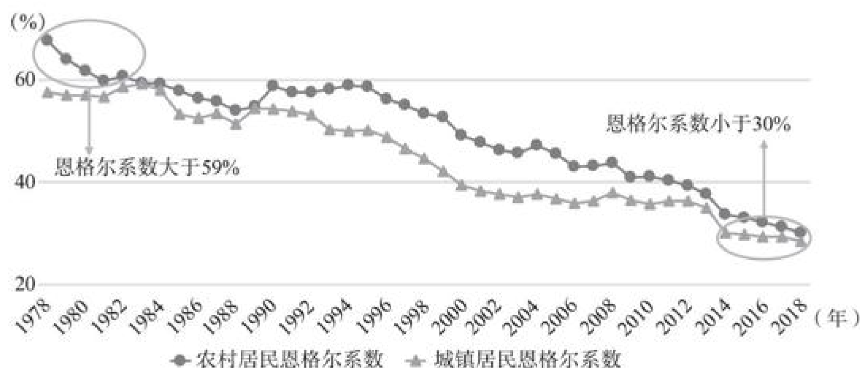


图2–35 中国居民向小康生活迈进

数据来源：国家统计局，IKMResearch

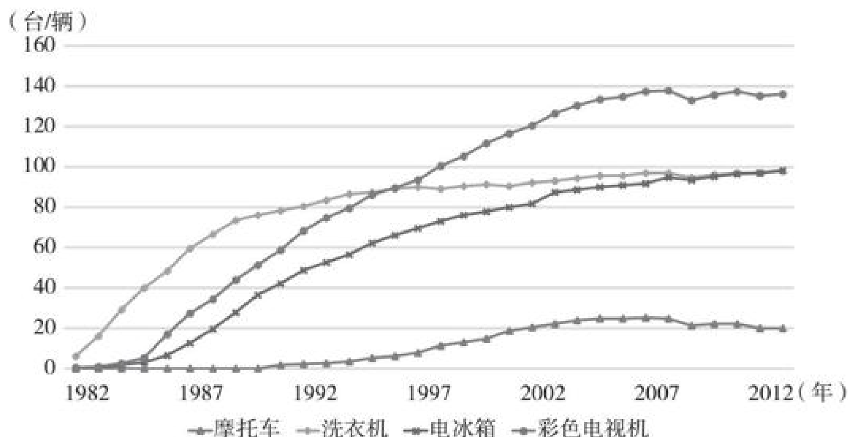


图2–36 城镇居城民镇家居庭民每家百庭户耐每用百品户拥耐有用量品变拥化有量的变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

从历史上来看，我国的消费升级共经历了两个阶段：建国初期的必需消费品满足阶段和改革开放初期的耐用消费品提升阶段。第一次创业潮时，人们的生活水平普遍较低，我国正处于向工业化过渡的阶段，对轻工业品的需求有所增加。在第二次创业潮与第三次创业潮时，核心耐用消费品实现了升级，并且有了明显的商品特质。2000年后，我国的人均GDP开始迅速上升。2008年以后，对汽车、住房等商品的消费成为消费市场新的增长点。

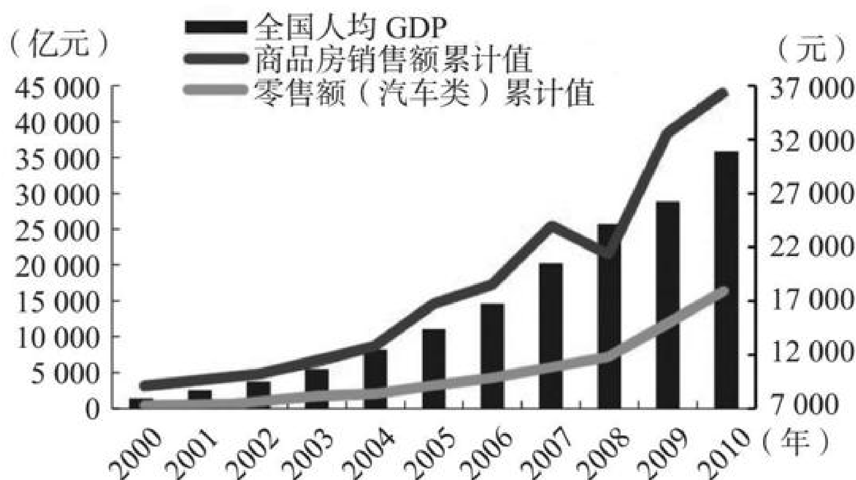


图2–37 2008年以后，汽车、住房成为新的热点消费品

数据来源：国家统计局，IKMResearch

科技与行业发展的关系日益紧密

历次创业潮背后的科技推动力与兴盛行业

行业发展周期会受到技术的影响，新技术的广泛应用会对行业产生重大影响。新技术的广泛应用导致原先陈旧的生产模式不再适用，技术革新使行业进入新的发展周期。在四次创业潮中，这种行业的兴衰变化表现明显。

第一次创业潮时，手工业、零售业、服务业处于行业发展的旺盛时期，连锁商店模式兴起，其背后的支撑力量包括成熟的工业材料生产技术、全球私人卫星网络技术的进步。第二次创业潮带来了中国房地产行业的黄金十年，其背后的支撑力量是成熟的工业化集成技术。第三次创业潮至今，中国互联网产业蓬勃发展，互联网时代过渡至移动互联网时代与大规模信息化技术的成熟有关。

在中国，A股企业是市场重要的领头企业，行业周期的变化表现明显。

第一次创业潮时，零售行业兴起，1978—1986年是零售行业起步和迅猛发展的阶段，年均增长74.6%。改革开放初期到党的十三大召开前，个体工商户的数量逐步增长，从1978年的14万户发展到1986年的1

211万户，从业人员1 846万人，注册资金180亿元。

第一次创业潮时，轻工业蓬勃发展。随着国家储蓄与消费、生产与生活等各方面关系的调整，轻工业发展的步伐加快，家用电器等产业迅速崛起。受到中国A股上市要求与周期的影响，第一次创业潮时得到发展的行业在1992年后进步明显。1992年，A股市值前100的企业中，轻工业企业占总市值的比重为9.03%，仅有6家进入A股前100的企业。到1997年，轻工业企业占总市值的比重为19.71%，进入A股前100的企业达18家。

第一次创业潮时，四川长虹、青岛海尔、春兰股份、小天鹅等家用电器类公司在轻工业崛起的过程中扮演了主力军的角色。

第二次创业潮是以房地产为支柱的重化工业时代。1997—2007年，工业内部结构向更高层次推进，以机械电子、石油化工、航空航天以及建筑业等为主体的重化工业加速发展。中国石化、宝钢股份、兖州煤业等公司是中国重化工业的重要组成部分。

第三次创业潮主要是由互联网技术驱动的创业潮。由于中国资本市场一直是交易所市场主导的单一市场结构，创业板市场直到2009年才启动，企业发行门槛较高。1993年出台的《股票发行与交易管理暂行条例》中规定的“三年连续盈利”的主板（包括中小企业板块）发行条件一直适用至今。三年连续盈利对于新兴企业来说是一个障碍，2000年之后，大量中国优秀的互联网企业纷纷赴海外上市。

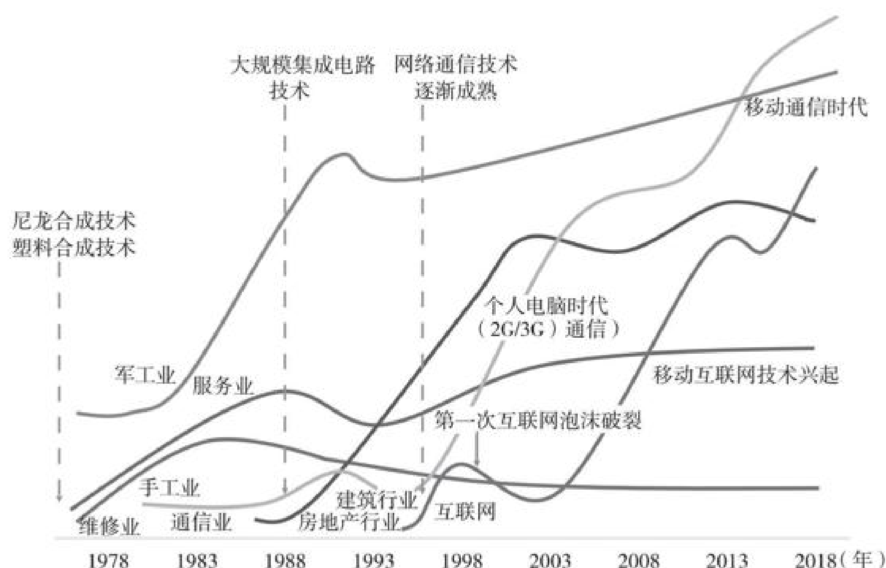


图2–38 四次创业潮中，各行业的发展周期

数据来源：国家统计局，IKMResearch



图2–39 四次创业潮中，各种行业的兴衰变化

数据来源：国家统计局，IKMResearch

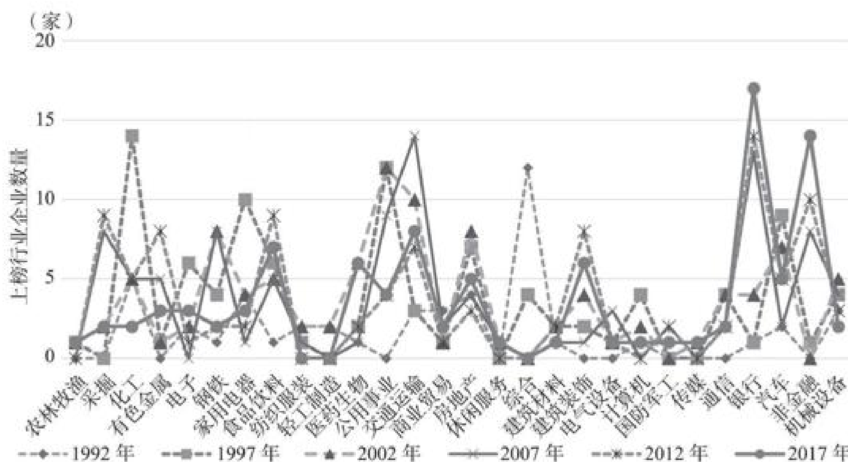


图2–40 1992—2017年，中国A股市值排名前100企业的行业分布

数据来源：WIND，IKMResearch

第四次创业潮时，初创行业的投资风向发生转变。2011年，企业服务和电子商务领域的投资关注度最高。随后，金融、企业服务、消费生活等逐渐成为资本关注的领域。房产、医疗、汽车等行业在2016—

2017年有了很大发展。2011年开始变得火热的游戏投资领域降温明显。

表2–12 1992—2002年，市值前100的企业中，四类企业的市值占比、公司数量

年份	金融		轻工业		重化工业		科技产业	
	总市值占比	公司数量	总市值占比	公司数量	总市值占比	公司数量	总市值占比	公司数量
1992	23.72%	12	9.03%	6	39.17%	11	9.39%	8
1997	15.49%	12	19.71%	18	23.66%	24	10.05%	13
2002	13.58%	12	7.36%	13	36.70%	26	7.31%	9

数据来源：WIND，IKMResearch，2018

科技成果被不断应用在民生领域

科技创造了更多的超额利润，使企业在市场中能够保持竞争的优势，这进一步巩固了行业的进入壁垒。四次创业潮的供需变化推动了经济发展，科技和创新决定了创业潮的发展方向，民生类科技企业的发展前景良好。从最开始的零售行业、建筑行业、交通运输行业再到互联网行业，消费者决定了民生科技产品的消费市场。

四次创业潮的创客画像和时代对创业者的要求

四次创业潮的典型创客画像

许多人创业的第一笔启动资金来自家庭内部，个体户经济难以摆脱家庭式作坊的局限性，这在时代发展的过程中不断得到验证。章华妹以摆小摊、开小店、做珠片生意起家，后又开了做鞋子、纽扣的公司，一直是小作坊式的运营模式。家庭作坊能够让小家庭发家致富，但其无法发展为规模化的企业。

表2–13 中国互联网的发展情况

时间	互联网的发展情况	关键转折点
1994 年 4 月	中国国家计算与网络设施 NCFC 工程连入因特网的 64K 国际专线开通，实现了与因特网的全功能连接	1997 年 10 月，实现了中国四大主干网的互联互通
1995 年 5 月	邮电部宣布向社会开放接入服务	
1996—1998 年	中国互联网进入活跃期，应用发展迅猛	
1999 年初	马云创立阿里巴巴网站	中国电子商务开始起步 中国互联网公司纷纷赴境外上市
1999 年 9 月 6 日	中国国际电子商务应用博览会在北京举行	
2000 年 4 月 13 日	新浪网 IPO，网易和搜狐相继上市	
2003 年 5 月	阿里巴巴创立淘宝网，进军 C2C 领域	
2004 年	支付宝成为中国最大的第三方支付平台	
2004 年 3 月 4 日	掌上灵通成为首家完成 IPO 的中国专业 SP（服务商）	
2005 年 6 月 30 日	中国网民总人数首次突破 1 亿，达到 1.03 亿	
2005 年 10 月 27 日	马化腾在北京发布腾讯 QQ2005 正式版本	
2008 年 6 月 30 日	中国网民总人数达到 2.53 亿人	
2009 年	进入 3G 时代	
2014 年 12 月	中国网民规模达 6.49 亿人	
2018 年 12 月	中国网民规模达 8.29 亿，互联网普及率为 59.6%。手机网民用户渗透率超九成	

数据来源：网络公开，IKMResearch

创业者越来越年轻，学历水平也越来越高。

第一次创业潮——“八四派”创业者

1984年，以柳传志、鲁冠球、张瑞敏、王石、任正非为代表的“八四派”企业家开始出现，他们是改革开放后出现的第一代企业家。鲁冠球通过赎买解决了产权问题；柳传志获得了国家奖励给管理层的产权；张瑞敏所在的海尔是集体所有制企业；王石创建了一个世界级的大房地产公司。“八四派”企业家是中国现代企业的探路者、开创者。

第二次创业潮——“九二派”创业者

“九二派”企业家与政府有着千丝万缕的联系，他们放弃了铁饭碗下海创业，却割不断资源、人脉。所以，相比“八四派”创业者，他们获得了更多的资源。很多人原本在国家机关的咨询研究部门工作，比其他人更容易发现市场的空白点，用陈东升的话来讲就是：“用计划经济的余威抢占市场经济的滩头。”1992年是中国商业史上特殊的一年，中共十四

大正式提出建立社会主义市场经济体制的改革目标。同年6月，国家体改委颁布《有限责任公司规范意见》《股份有限公司规范意见》，为个人创业提供了制度保障。这一年，很多原本在政府机构、科研院所工作的知识分子辞职下海创业，掀起了创办股份制企业的浪潮。1992年以后，按照现代企业制度建立的企业，产权纠纷的问题大大减少。另一方面，中国社会的主流群体集体下海创业，意味着社会的主流价值观开始发生变化。

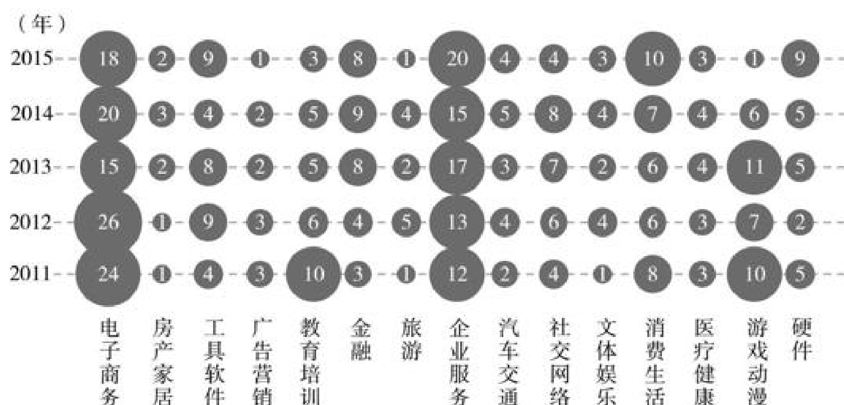


图**2–41** 顶级机构投资行业分布（项目数占比/%）

数据来源：投中信息网，IKMResearch

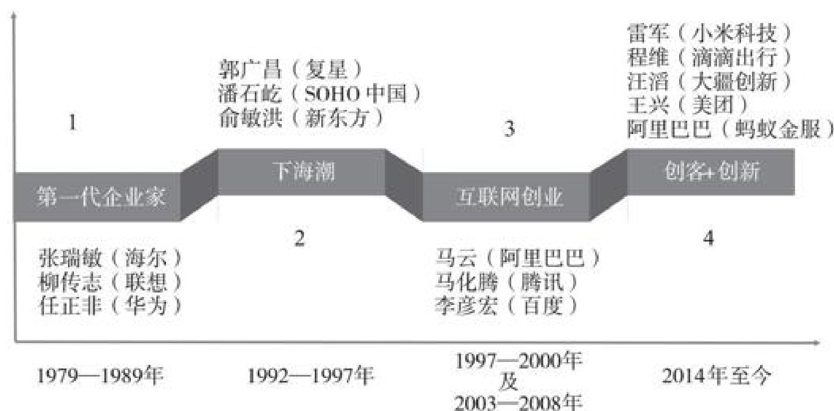


图**2–42** 中国四次创业潮中出现的代表企业家

数据来源：IKMResearch

复星集团董事长郭广昌、新东方集团董事长俞敏洪等均是“九二

派”创业者。

第三次创业潮——“九九派”创业者

阿里巴巴创始人马云、腾讯创始人马化腾是“九九派”创业者中的佼佼者。高学历、拥有庞大的校友资源是大部分“九九派”创业者的典型特征。海归互联网创业者带来了创始人制度和期权制度，解决了创始人和创始团队的财富分割问题，使产权分配和公司治理更加科学。李彦宏、张朝阳等创业者均是海归互联网创业群体中的一员。

第四次创业潮——“一四派”创业者

第四次创业潮时，中国市场处于完全开放的状态，拥有成熟的资本体系、创业体系和良好的商业模式。中国的创业者、企业家与西方的创业者、企业家完全在同一个市场中进行竞争。

字节跳动的创始人张一鸣、大疆创新的创始人汪滔均是“一四派”创业者中的佼佼者。“一四派”创业者具有以下共同点：靠技术驱动创新，执行时果敢迅速，对未来有准确判断，勇于坚持，在创业的路上百折不挠。“今日头条”是张一鸣第五次创业的成果，“今日头条”在其成立的第六年已经局部超越互联网行业三大巨头之一的百度。

时代对创业者综合素质的要求不断提高

（1）创业者的学历不断提高

早期的创业者是“英雄莫问出处”。他们处在传统体制与观念的边缘，选择了创业这条路。早期创业者不乏十几岁就辍学的（鲁冠球15岁辍学，徐文荣13岁辍学，吴炳新15岁辍学）。而现在，创业者的学历水平大大提高，许多在读大学生创业、投资股票都靠的是知识。

（2）创业者趋于年轻化

早期的创业者中，许多人都是三四十岁才有了创业机会（尹明善55岁进入摩托车行业）。而今天，大量创业者都处于风华正茂的年纪。许多新经济领域的创业公司，短时间内的估值就超过了积累几十年的传统企业。

（3）拥有便利的创业条件与清晰的产权结构

今天，政府政策、金融环境、市场环境都为创业创造了便利的条件。同时，企业产权越来越清晰，早期戴“红帽子”创业的现象消失了。

创业者拥有的产权受到法律的保护。

（4）创业门槛的提高对创业者控制资源的能力提出了更高要求

早期创业者创业的规模很小，经过多年积累，其中部分企业成为所在行业的领导性企业。早期企业依靠饮食服务、贸易代理获得收入，如今创业者倾向在高科技产业、服务业（如金融、电信服务）、国家基础产业中谋求发展。

“九二派”企业家是体制内的精英，具备一定的知识，少数人可能还是“理论家”，他们在社会趋势、经济走势的认知方面有天然优势（也可能他们在下海前就已经从事类似的研究及工作）。所以，相比之前出身草莽的企业家，他们的眼界更宽广，能力及素养都更高。

互联网创业潮时的创业者中有许多都是归国精英，他们拥有比以往创业者更高的知识水平和更宽广的视野。搜狐创始人张朝阳是美国麻省理工学院的博士；新浪创始人王志东毕业于北京大学；网易创始人丁磊毕业于电子科技大学；阿里巴巴创始人马云毕业于杭州师范大学，能说一口流利的英文。

前三次创业潮时，部分创业者虽然没有受过高等教育，但其个人素质与观念能够帮助其找到关键突破口。

企业家是市场经济配置中社会生产要素的最核心力量。企业家需要对生产要素进行最佳组合和最优配置，使之产生更高的效益和价值。当中国经济进入以效益驱动、以创新驱动为核心的阶段，真正市场化的、具有企业家精神的企业才能更好地适应这个时代。

2.5 第四次创业潮在曲折中发展

从历次创业潮的发展来看，每一次由技术突破带来的创业红利在10年内可被市场完全消化。第四次创业潮自2014年开始，2015—2016年，新注册的企业数量大幅增加，2018年新注册企业的年复合增长率渐趋于平缓。第四次创业潮时，人们有高涨的创业热情，但创业的过程非常曲折。

科技在创业潮中的作用至关重要

科技成果往往能够在民生消费类领域最早得到应用。

四次创业潮时的技术早在创业潮开始之前就已得到发展，上一次创业潮孕育着下一次创业潮爆发的关键技术。在第一次创业潮时，第二次创业潮发展重工业所依赖的石油工业技术、钢铁锻造技术均已经成熟；第二次创业潮时，第三次创业潮发展所依赖的互联网底层基础建设铺设已经完成；第三次创业潮时，互联网技术的成熟为第四次创业潮“互联网＋”的发展打下了基础。互联网技术颠覆了传统的商业模式，范式转变带来的力量不断渗透到传统制造行业，衍生出新的商业模式，如新零售、柔性制造等。但科技的持续发展往往与民生相关。拥有实实在在的消费群体，企业能从技术的发展中获得更大的利益，技术才会不断进步。

第四次创业潮发展至今，尚未出现比互联网技术更具传播力、更具影响的技术，第四次创业潮注定无法取得第三次创业潮那样的广泛成功，小范围、小面积的创新成为主流。

丰富的产业链条提高了创新速度，创业门槛随之升高

技术的不断优化使创业的专业化程度不断提高，行业细分发展的趋势明显。产业分工细化，新的产业闭环与链条开始形成，这大大提高了创业的难度。第一次创业潮发展之初，国家明确划分了三大产业。2017年，小类行业数量已经从222类增长到了1 380类，中类行业数量也从62类增长到了473类。结合全球GICS和ICB分类标准与我国证监会的行业分

类标准，行业数量的增长趋势基本一致。

在全球工业体系中，所有工业总共可以分为41个大类、191个中类、525个小类。中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。一家制造业厂商在中国仅需半小时就能完成配套的工作，而在其他国家可能需要半个月。美国工业体系的覆盖率为94%左右，俄罗斯、欧盟、日本等经济体的覆盖率则更低。

第四次创业潮发展至今，中国已经具备生产从服装鞋袜到航空航天材料，从原料矿产到工业母机等一切工业产品的能力，完善的工业体系为中国的创新打下了坚实的基础。这是中国竞争力的重要组成部分，是进一步进行产业升级所必需的。但是，新生企业加入现有产业链条的成本很高，这是第四次创业潮必须要面对的难题。

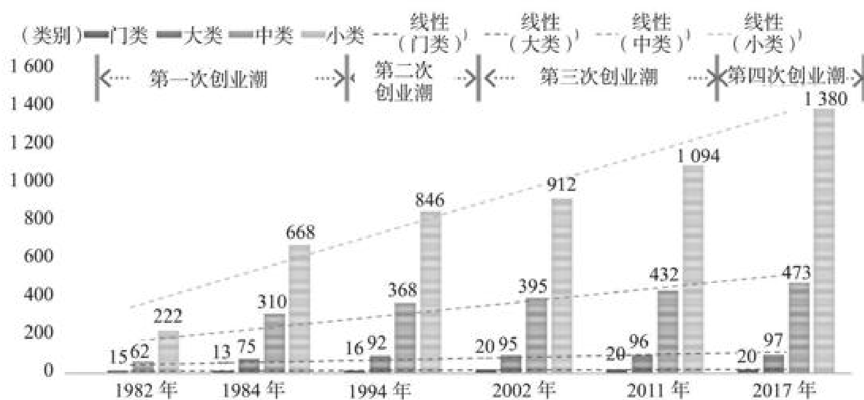


图**2–43** 四次创业潮时的行业分类

数据来源：国民经济行业分类标准，IKMResearch

技术布局为下一次创业潮做准备

技术是历次创业潮中非常关键的推动力，尤其是第三次创业潮时，出现了互联网这种传播广、受众多的技术。技术的发展使互联网的使用成本大大降低。互联网技术成功触达多个层次的人群，中国的人口红利也体现在人们对互联网的使用上，各种初创企业百花齐放。

第四次创业潮时，科技领域难以在短期内出现比互联网传播力更强、影响更大的技术，人工智能、区块链、基因编程、航空航天等领域的技术进步较快，但离广泛应用还有很长的路程。值得庆幸的是，诸多

科学技术都正在孕育中，这些科学技术将为下一次创业潮打下新的技术基础。

2.6 中国企业家精神薪火相传

创业成功与否涉及多个方面，包括科技资源、资金支持等。创业者是企业家精神的实践者。管理大师彼得·德鲁克认为，企业家精神包含冒险、信任、责任、创新等。

面对事情的姿态	环境判断力	综合协调能力	场景的应对与控制能力	外界对创业的包容理解程度
坚定的信念	场景设想能力：可能的互动情形、可能存在的风险、对应风险的解决方案	快速评级能力：快速判断环境危险与困难等级、快速判断资源优势、资源匹配程度的能力	专注力	社会对创业的包容程度
自信：自我认知能力、过往的经历	环境观察能力：文化差异、氛围差异、受众差异	临场应变能力	准备能力：关键领域的专业能力、缜密的思维能力、状态调整能力	家庭/好友支持程度
领袖气质：说服力、智慧、战略布局能力、感染力、敬业、抗压能力	场景与环境的差异：执行步骤、调整策略	全局观	沟通能力：故事组织能力、创新能力、沟通对话能力	必要的社会心理辅导机制
其他心理素质：临危不乱、沉着冷静	场景转换能力	快速学习能力		
		情绪管理能力：调节负面情绪、调动乐观积极的心态		
底层基础	基本专业能力	技巧技能	场景	

态度：综合的发挥

图2–44 创业者的综合素养要求

数据来源：IKMResearch

四次创业潮不断对创业者的综合素质提出更高的要求。专业能力、技巧以及对创业场景的理解是从业者必备的创业素质。创业者的素质在不断提升，创业对于创业者自身的要求越来越高，时代要求创业者拥有更广博的学识和更宽广的视野。

中国的四次创业潮涌现了一大批敢于创新、勇于担当的杰出创业者。创业者利用其才能，发挥创造力，创造了大量社会财富。

第四次创业潮时，资本开始向更年轻、更富有创造力的创业者倾斜，年轻创业者以惊人的速度完成了财富的积累，并在技术上取得了突破。中国创业者越来越年轻，25~35岁的创业者是创业的主力军，占全部创业者数量的近30%。

创业者的年龄是创业者拥有的社会经验标签。30岁左右的创业者家庭负担较小、思维敏捷、身体健康，拥有充沛的精力与活力。与刚刚毕

业的大学生相比，他们经过了一定的社会历练，思想更加成熟。但35~50岁才是最佳的创业年龄，45岁的创业者在企业的表现最佳。

美国同样是全球著名的创业大国，高增长企业的创始人，平均年龄为45岁，40岁以上创业者的成功率普遍更高。

表2–14 改革开放40年间，百名杰出的民营企业家名单

企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称
丁佐宏	月星集团	刘永好	新希望集团	何享健	美的控股	钟建国	新疆天山电梯制造
万　隆	双汇集团	刘延云	千喜鹤集团	余渐富	南翔集团	俞敏洪	新东方教育集团
马　云	阿里巴巴集团	刘庆峰	科大讯飞	冷友斌	黑龙江飞鹤乳业有限公司	徐冠巨	传化集团
马化腾	腾讯集团	刘羽桐	甘肃远达投资集团	汪力成	华立集团	涂建华	隆鑫控股有限公司
马有福	青海雪舟三绒集团	刘积仁	东软集团	沈文荣	沙钢集团	陶华碧	贵阳南明老干妈风味食品有限公司
王　伟	贵州兴伟集团	米恩华	新疆华凌工贸（集团）有限公司	张　新	特变电工股份有限公司	黄　立	武汉高德红外股份有限公司
王　填	步步高集团	汤　亮	奥盛集团	张一鸣	北京字节跳动科技有限公司	曹和平	长春欧亚集团
王文京	用友网络科技股份有限公司	许连捷	恒安集团有限公司	张芝庭	贵州神奇集团	曹德旺	福耀玻璃集团
王正华	上海春秋国际旅行社有限公司	许家印	恒大集团	张华荣	华坚国际股份有限公司	常兆华	上海微创医疗器械有限公司
王召明	内蒙古蒙草生态环境（集团）有限公司	远勤山	大运九州集团	张近东	苏宁控股集团	崔根良	亨通集团
王传福	比亚迪股份有限公司	严　琦	陶然居饮食文化集团	张果喜	果喜实业集团有限公司	阎　志	卓尔控股有限公司

企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称
王均金	上海均瑶（集团）有限公司	苏志刚	广东长隆集团有限公司	张建宏	东岳集团有限公司	梁稳根	三一集团
王林祥	内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司	李　飚	海特集团	张彦森	狗不理集团股份有限公司	彭　凡	宁夏共享集团股份有限公司
王建沂	富通集团	李书福	浙江吉利控股集团有限公司	陈东升	泰康保险集团股份有限公司	韩　伟	大连韩伟集团
牛宜顺	华勤橡胶工业集团有限公司	李东生	TCL 集团股份有限公司	陈志列	研祥高科技控股集团	景　柱	海马集团
尹明善	重庆力帆汽车有限公司	李占通	天津大通投资集团有限公司	陈泽民	郑州三全集团	傅　军	新华联集团
左宗申	宗申产业集团	李彦宏	百度公司	茅永红	百步亭集团	傅光明	福建圣农发展股份有限公司
叶　青	北京叶氏企业集团有限公司	李彦群	吉林神华集团有限公司	林印孙	正邦集团有限公司	鲁冠球（已故）	万向集团
史贵禄	荣民控股集团有限公司	李振国	九芝堂股份有限公司	金生光	正平路桥建设股份有限公司	谢志强	广西平铝集团有限公司
冯小华	广西洋浦南华糖业集团	李黑记	东岭集团股份有限公司	周海江	红豆集团	雷　军	小米科技有限责任公司
尼玛扎西	西藏宏绩集团有限公司	李湘平	山东东明石化集团有限公司	周群飞	蓝思科技集团	雷菊芳	甘肃奇正实业集团有限公司
年广九	傻子瓜子有限总公司	杨宗祥	云南祥丰实业集团有限公司	郑跃文	科瑞集团	樊建川	成都建川实业集团有限公司
乔秋生	河南黄河实业集团股份有限公司	吴少勋	劲牌有限公司	宗庆后	杭州娃哈哈集团有限公司	薛　荣	郑州圆方集团
任正非	华为技术有限公司	吴以岭	以岭药业集团	南存辉	正泰集团股份有限公司	魏立华	君乐宝乳业集团

企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称	企业家	企业名称
刘汉元	通威集团有限公司	邱亚夫	山东如意科技集团有限公司	柳传志	联想集团	魏建军	长城汽车股份有限公司

数据来源：IKMResearch

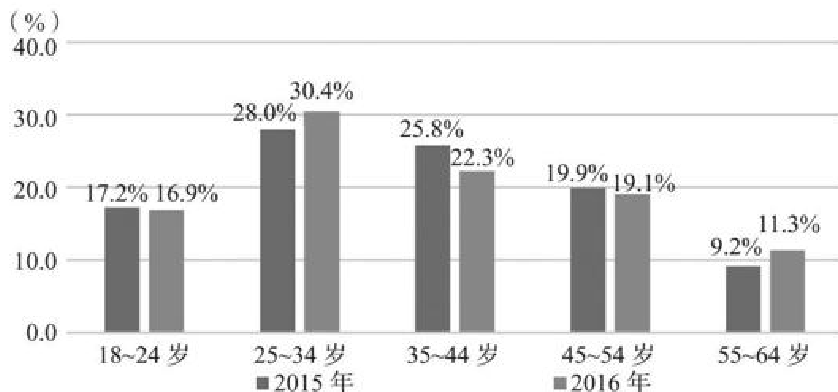


图2–45 中国创业者的年龄分布情况

数据来源：GEM全球创业观察报告，IKMResearch

美国在工业浪潮时期出现了金融巨头摩根、钢铁大王卡内基、石油大王洛克菲勒和汽车大王福特等杰出企业家。在20世纪50年代的消费浪潮时期又出现了迪士尼、可口可乐、麦当劳等消费巨头企业；科技数据的时代又诞生了微软、苹果、脸书这些伟大的企业。经历了工业浪潮、消费浪潮、科技浪潮时期，美国的企业家精神不断传递，推动了国家的发展。

创新是企业家的灵魂，是企业家精神的核心。企业家有了创新意识和创新能力，能注意到别人忽略的问题，想到他人没有想或不敢想的问题，抓住时机，出奇制胜。无论是管理创新、产品创新、服务创新还是技术创新，创新本身就要面对市场和技术的不确定性，需要企业家有胆识、有魄力、敢于担当。

2019年7月16日，国家发展和改革委员会等13部门联合印发《加快完善市场主体退出制度改革方案》，首次提出“逐步推进建立自然人符合条件的消费负债可依法合理免责，最终建立全面的个人破产制度”。个人破产制度的提出，为企业家提供了保障，让企业家能够合理合法地退出市场。

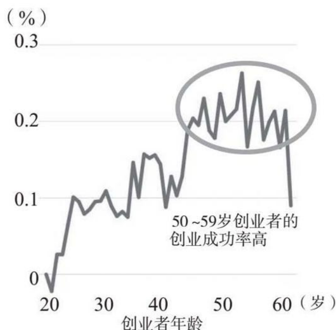


图2–46 创业的成功率与创业年龄有关

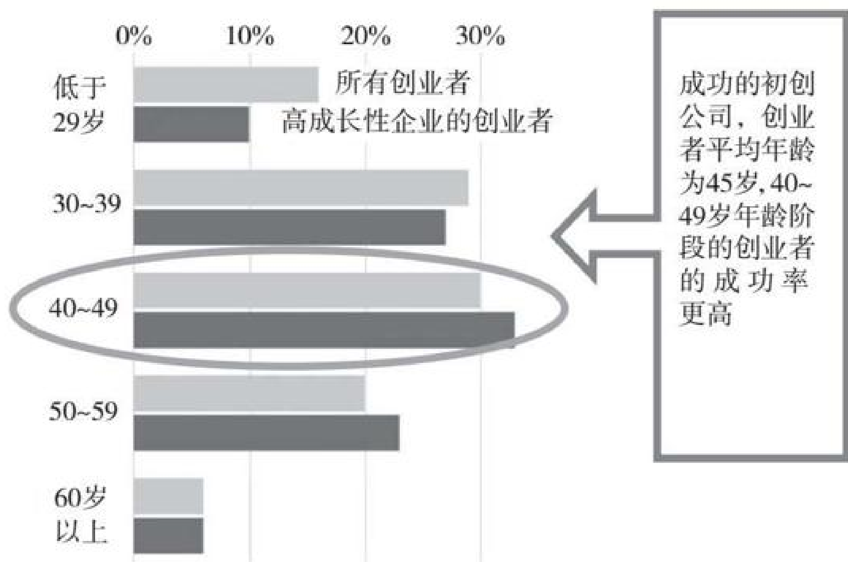


图2–47 高成长性企业创业者的年龄分布

数据来源：哈佛商业评论，IKMResearch，2018

中国经济在40多年的时间里飞速发展，成效卓越，很大程度上得益于默默耕耘的企业家和建设者们。过去民营企业对中国经济的贡献大，作用非凡，随着中国经济进入高质量发展阶段，民营企业在就业、税收以及科技创新等方面具有重要作用。

数据显示，民营经济贡献了50%的税收、60%的GDP。目前我国70%以上的技术创新和新产品开发都是由民营企业贡献的。

而要更加充分地发挥民企的作用，就必须更好地激发企业家精神。

2017年，中共中央、国务院发布了《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》。

我国正处在经济转型的关键期，结构调整加快推进，新旧动能加速转换，企业家精神弥足珍贵。弘扬企业家精神，让有创新精神的企业家发光发热，助力国家经济发展。

---

[1] 20世纪80年代，发展中国家和地区进行产业升级，劳动力密集型产业开始向外转移，这被称为第二次产业转移。

[2] 20世纪六七十年代，国家经济属于统一集中管理，信用集中于国家银行的金融体制。投资体制的特征体现为国家充当投资主体，直接由国家筹措资金和分配资金。1979年8月23日，国务院批准《关于基本建设投资试行贷款办法的报告》，并批准了《基本建设贷款试行条例》，这一举措拉开了投资信贷体制改革的序幕，被称为“拨改贷”。

[3] 苏南模式：通常是指江苏省南部的苏州、无锡和常州通过发展乡镇企业实现非农化发展的方式。特征为：农民依靠自己的力量发展乡镇企业，乡镇企业的所有制结构以集体经济为主，由乡镇政府主导乡镇企业发展，以市场调节为主要手段。

[4] 温州模式：浙江省东南部的温州地区以家庭工业和专业化市场的方式发展非农产业，从而形成小商品、大市场的发展格局。

[5] 珠江模式：珠江三角洲地区借助邻近香港的地缘优势，普遍发展“三来一补”企业，与香港一起形成“前店后厂”的格局。

[6] 耿车模式：江苏省宿迁市耿车镇在我国不发达农业地区发展乡镇企业的一种模式。主要表现为结合当地特点发展乡镇企业。

第3章

具有中国特色的孵化之路

中国是世界上最大的发展中国家，同时也是世界第二大经济体，占世界经济总量的15%左右，是世界经济的重要组成部分。截至2019年底，中国的GDP总量已经突破99万亿元人民币。

中国一直是世界经济发展的重要动力。国家统计局数据显示，1980—2015年，中国的GDP年均增速达9.70%，同期世界经济增速仅为2.78%（约为中国的1/4），中国对世界经济的累积贡献率超过13%。2015年，国际货币基金组织测算，中国的GDP已占世界经济总量的15.5%，对世界经济增长的贡献率达25%，超过其他任何国家。2016年末，中国为世界经济增速贡献了1.2%；2018年，中国对世界经济增长的贡献率为27.5%。

尽管经济总量庞大，但中国人均GDP水平仍低于世界平均水平，更明显低于发达国家水平。按照2019年全年人民币与美元的平均汇率折算，中国的人均GDP约为1.03万美元，按照国际货币基金组织的预测，2019年，全球人均GDP约为1.15万美元，按此计算，中国的人均GDP仅约为全球人均水平的90%，甚至不足美国2019年人均GDP（6.5万美元）的1/6。

整体与局部不统一的特殊国情决定了在创新实践这条道路上，中国无法照搬其他国家的经验，必须要走一条独特的创新道路。

3.1 正确的孵化有助于创业企业取得创业早期的成功

科技在历次创业潮中所起的作用不断增大。第三次创业潮时诞生了以互联网技术为代表的传播范围广、影响巨大的重要技术，重塑了经济结构。第四次创业潮未形成更具影响力的突破性技术，多项技术仍处于孕育的阶段。以创业带动创新，将技术带入市场，有利于技术发展成熟。

目前，全球一半以上的专利由个人和小企业拥有，但80%的研发费用却是由大企业支出的。从研发的投入和产出比来看，小企业研发的投入产出比是最高的。在美国，80%以上的技术创新成果来自中小企业，超过60%的就业机会由中小企业创造。欧盟中小企业人均创新成果是大企业的2倍，德国太阳能专利技术有70%掌握在中小企业手中。

全球工业发展愈发成熟，创业空间备受挤压。美国考夫曼基金会提供的数据显示，美国处于创业黄金年龄（25~54岁）的人在工作人群（15~64岁）中的占比不断扩大，但创业率并未显著上升。

截至2014年6月，创立时间在1年内的企业仅贡献了520万个就业岗位，低于经济衰退前年均600万个工作岗位的贡献量。20世纪90年代，初创企业往往可以带来数百万个工作岗位。

初创企业存活率降低。过去的30余年里，初创企业（1~5年）的市场占比不断缩小，营业超过5年的公司占据了2/3以上的市场份额。

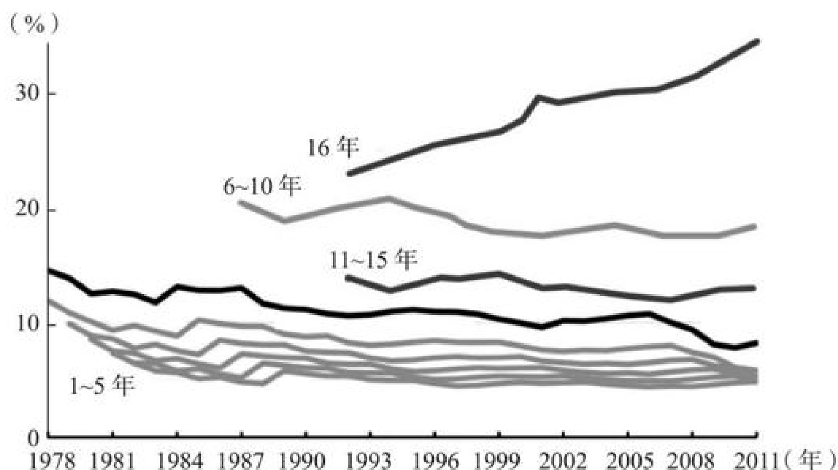


图3–1 美国初创公司的市场占比不断缩小

数据来源：美国人口调查局，IKMResearch

创业风险上升，美国创业者的创业成功率在20%左右，中国创业者的创业成功率仅为5%。创业成功率的差距，使中国式孵化具有发力的空间。有效的孵化可以助力创业取得早期成功。欧美国家采取孵化的方式来提高创业企业的存活率，降低技术对其的阻碍作用。美国经过创业孵化器孵化的中小型企业，存活率可达80%，未经孵化的企业，存活率则仅有40%。

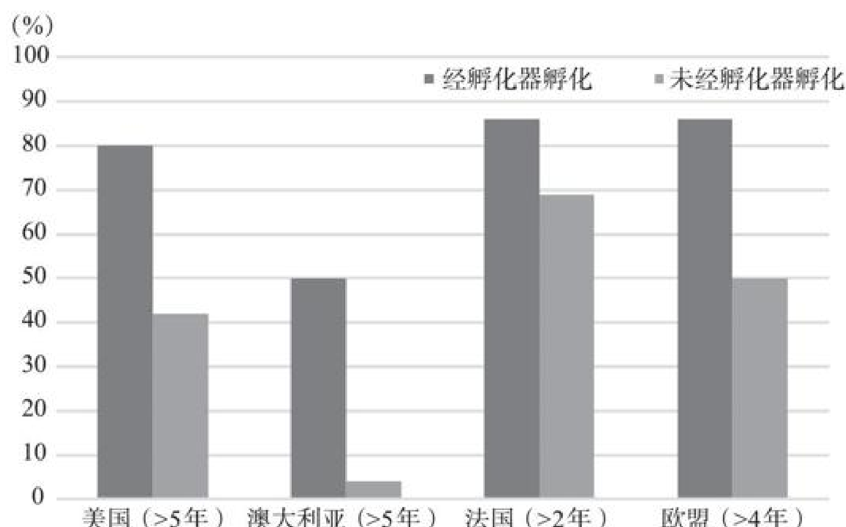


图3–2 各国新建企业存活率

资料来源：NBIA，IKMResearch

截至2019年7月24日，估值超过10亿美金的独角兽企业总数为380家。中国独角兽企业数量约为美国的1/2。在太空科技、物联网、医疗服务等高技术领域，中国尚未出现能与美国匹敌的独角兽企业。中国的独角兽企业集中分布在电商、数字媒体、随叫经济等互联网领域。

有效的孵化可以助力创业取得早期成功，中国式孵化仍有巨大的进步空间。

3.2 中国式孵化的质量参差不齐

中国在发展中暴露的不平衡、不协调、不可持续问题越来越突出，人口、资源、环境所面临的压力越来越大，拼投资、拼资源、拼环境的旧模式无法继续下去。如果依旧在“微笑曲线”的底端探索，不利用创新实现高附加值生产，中国发展的障碍难以清除。

从中国第一个孵化机构诞生到今天，中国孵化的发展不过30余年，仍处于摸着石头过河的阶段。目前，我国孵化器行业存在偏重规模、服务水平不高、高成长企业培育能力不足、区域发展不平衡等问题。

中国孵化机构的数量增长快，孵化服务的差异化程度低

注重发展规模是中国孵化的显著特点之一。全国创业孵化器载体数量从2000年的164家发展到2018年底的11 808家，已经跃居全球第一。众创空间随着“双创”口号的提出被正式纳入孵化载体的统计范围，成为近年来新增孵化载体的重要组成部分。

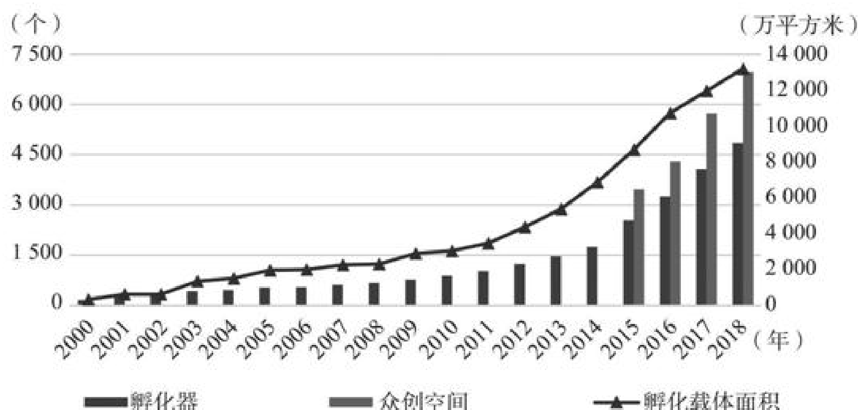


图3-3 2000—2018年，孵化载体的发展情况

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

孵化载体数量呈爆发式增长，孵化创新能力却提升缓慢。一窝蜂似的孵化同质项目，提供同质化服务，孵化机构缺乏创新能力，鱼龙混

杂。孵化机构大都能提供场地、创业培训、管理、行业供应等服务，但机构中具备专业知识的人才不足，无法满足创业者的深度需求。

孵化存在利弊，无四海皆准的法则

就目前来看，中国的创新的确存在一些不协调的情况。第一次创业潮开始时，中国还设有孵化机构，创业者主要依靠自身的能力便可闯出一番天地。孵化机构除了要面对众多的竞争者，还要面临体制内孵化与独立创业者的竞争。

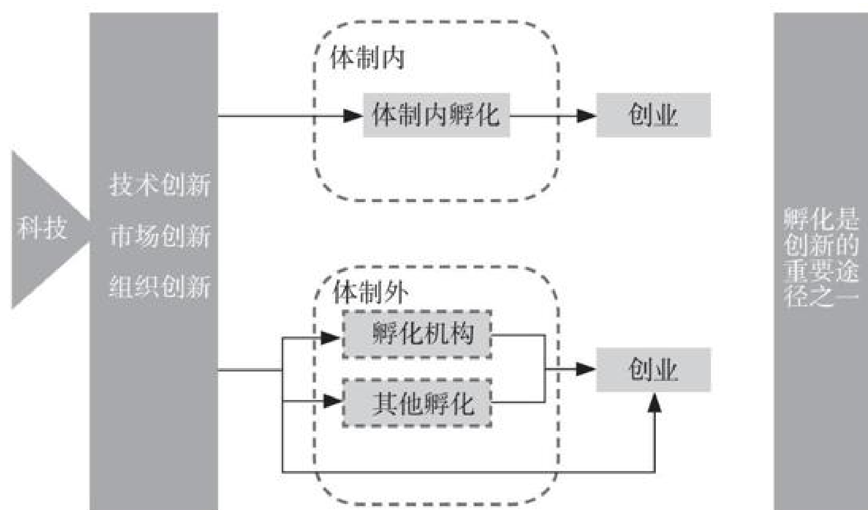


图3–4 孵化与创新的关系

数据来源：IKMResearch

科技推动创新向前发展，产业链条闭环形成，创业的门槛不断提高，独立创业的道路越发难走，创新的重要性逐渐凸显。有效的孵化能够提升企业的创业效率，是辅助创新的重要途径之一。

3.3 中国式孵化得到政策支持

政府的引导对于中国的创新孵化发展具有重要作用。回顾孵化器的发展历史，20世纪50年代，美国诞生了世界上第一个企业孵化器，极大地提高了企业生产力。中小企业在美国经济中表现活跃，是美国科技创新的重要生力军。这种孵化器模式经由欧洲快速传向世界。1987年，中国首次提出试办科技园区和企业孵化器的设想。同年，中国第一家孵化器——武汉东湖新技术创业中心成立。短短30余年，我国的孵化器从1家发展到4 849家，众创空间数量达到6 959家，企业加速器500余家，纳入科技部火炬中心统计范围的孵化机构超过10 000家，中国成为世界上拥有孵化器数量最多的国家。但从孵化成效上看，中国特色的孵化成果难以令人满意。

海外孵化机构诞生在浓厚的市场环境中，而中国式孵化则依托于集体所有制企业，政府主导的印记明显。海外第一个孵化机构诞生时，发达国家已经在进行新技术产业革命，私人消费增多，投资市场变得活跃。对比之下，中国正处于科技创业的浪潮之中，受到科技转化率不高问题的困扰。



图3–5 中国的孵化发展过程

数据来源：IKMResearch

市场导向下的海外孵化

海外孵化成长于市场配置资源程度高的环境中，带有浓厚的市场风

格。

受战争影响，急需寻找经济增长引擎

1955—1975年的冷战期间，美国等资本主义国家卷入战争，长期的远距离军事作战使美国在军事上投入过多，国内经济发展受阻。美国经济从20世纪60年代末开始至整个70年代，进入漫长的停滞阶段。国内社会矛盾加剧，急需寻找新的经济增长引擎。

新技术领域发生产业革命，中小企业呈现爆发式增长的特点

20世纪50年代，集成电路技术迅速发展，集成电路设计与生产工艺不断进步。美国大力推进半导体等战略新兴产业发展，并长期主导集成电路组件的研究。由于新技术产业革命的发生，精益型的高新技术小企业作为创新的新兴力量，展现了惊人的创新速度和盈利速度。

私人消费和投资活动活跃

美国私人消费和投资活动在20世纪60年代非常活跃，风险投资进入第一个发展阶段。1958年，美国颁布《小企业投资法》，鼓励创设小企业投资公司，并由其按优惠利率从政府拆入资金后向初创的小企业进行投资。到20世纪60年代中期，美国已有约700家小企业投资公司。

社会失业率增加，社会矛盾激化

20世纪50年代，受到国内经济状况严重下滑的影响，美国工人的工资增长水平低于物价上涨水平，大量工人失业，罢工运动频发，社会矛盾激化。《美国统计资料摘要》显示，1954年，美国共发生罢工运动3 486次，1955年4 200次，1956年3 800次。

解决就业问题、缓解社会矛盾成为政府工作的重点。

世界上第一个企业孵化器应运而生

中小企业爆发式增长及其他市场资源的成熟，促使世界上第一个企

业孵化器诞生。20世纪50年代，约瑟夫·曼库索在美国纽约州的贝特维亚地区创建了第一个企业孵化器——贝特维亚工业中心，向企业提供共享办公、融资和企业咨询等服务，这个孵化器吸引了一大批客户并且创造了许多就业机会，提高了当地的就业率。经过多年的发展，贝特维亚工业中心逐渐扩张为贝特维亚工业园。

20世纪80年代，美国的企业孵化器蓬勃发展。大多数孵化器由政府直接资助成立，主要是为创业企业提供办公场所、办公的基本设施，这些孵化器具有基本的管理职能并能代理政府的部分职能。同时，高等院校、公共研究机构的参与加快了企业孵化器的发展。

20世纪80年代中后期，美国的企业孵化器产业持续兴盛，涌现了大量的孵化项目，许多州通过了企业孵化器项目的立法。同期，孵化器经欧洲传向世界，由工业发达的英国传到日本、加拿大及其他欧洲发达国家。

中国式孵化的历程

中国式孵化与海外孵化的背景迥异，政府对中国式孵化提供了许多支持。

科技市场的转化率不高

中国科技市场的转化率不高，科技转化的结构性缺陷明显。改革开放前的中国科研机构是伴随着计划经济建立起来的，科研资源高度集中在科研院所，具有结构性缺陷，主要表现为：科研与经济脱节，科研与生产分离，研发力量薄弱，缺乏将科研成果转化为生产力的机制和渠道，等等。

社会主义市场经济体制建立后，市场与科技开始受到重视。科技与经济脱节的问题突出，需要深化科技和经济体制改革，加快科技成果的转化效率。

中国科技创业浪潮

中国科技创业浪潮开始于20世纪80年代初，中国科学院最年轻的博士生导师陈春先提出了“科技成果扩散试验”的理念，探索加快科技转化

为生产力的新道路。在中科院的领导下，成立了“先进技术发展服务部”，并组建了一个十几人的兼职创业团队。中国历史上第一个民办科研机构出现，这也是民营科技企业的前身。随后成立的“北京市华夏新技术开发研究所”是北京第一家民办研究所。这些机构的创立拉开了中国科技创业的帷幕。著名的联想集团就诞生于这次科技创业的浪潮中。

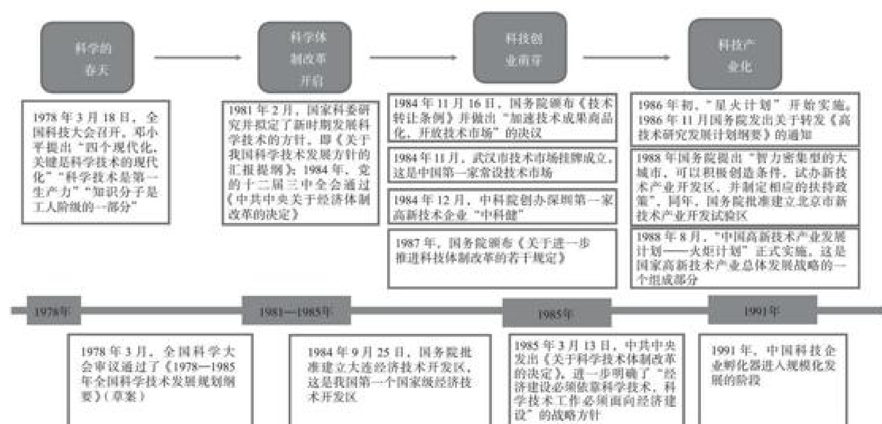


图**3–6** 有关创新、创业的政府政策性文件

数据来源：IKMResearch

政府政策与思想的引领作用

随着经济体制和科技体制改革的不断深入，科技创业环境逐渐得到改善，科技创业的前景良好。

1987年，国务院做出《关于进一步推进科技体制改革的若干规定》，提出“双放”政策，即“进一步放活科研机构”“进一步改革科技人员管理，放宽科技人员的政策”。更多的科技人员走出大专院校、科研院所和企业，以创业的方式实现技术成果的商品化和产业化。一大批由科技人员自筹资金、自愿组合、自主经营、自负盈亏建立的民办科技企业出现。最具代表性的是以中关村—海淀路—海淀大街—土城路为支线的科技企业群，这里是著名的“中关村电子一条街”。

初创企业数量的大幅上涨，进一步促进了孵化器行业的创新发展。全国呈现多元的投资主体，中央政府、地方政府、企事业单位、民营企业都紧跟社会风潮，投资孵化，社会上掀起了一股兴办孵化器之风。

科技部火炬中心

政府的支持是中国孵化发展的重要动力。政府在孵化器发展的过程中扮演着推动者的角色。发展孵化器产业是国家和地方创新发展战略的重要内容，中央政府和地方政府对孵化器进行了政策扶持、资金支持、组织保障、资源整合等帮助。

科技部最早倡议我国建设企业孵化器。科技部以推动创业中心建设与发展为宗旨，以国家制定的有关政策和各级政府提供的必要条件为支持，集合相关社会资源，创造局部优化环境，为高新技术企业的发展提供综合服务，孵化高新技术企业，促进高新技术成果向商品转化及高新技术产业发展。

科技部火炬中心成立于1989年10月，负责火炬计划的具体实施。科技部火炬中心作为中国独特的组织，负责调动市场力量，并发挥孵化器行业组织的作用。它由原“科学技术部火炬高技术产业开发中心”“科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心”“中国技术市场管理促进中心”三大部门重组而来。

“中国高新技术产业发展计划——火炬计划”（简称火炬计划）是国务院于1988年8月批准实施的高新技术产业发展计划。以“推进高新技术成果商品化、高新技术商品产业化、高新技术产业国际化”为主旨。主要内容包括建立适合我国高新技术产业发展的环境，建设高新技术产业开发区和创业服务中心（科技企业孵化器），组织实施火炬计划项目，促进高新技术产业的国际化和组织人才培训。

中国孵化器的发展历程及相关政府政策文件

1987年，中国的首家孵化器诞生。同年，深圳科技工业园民间科技创业中心投入运营。1990年，创办孵化器的风潮扩散到上海、重庆、北京、天津、辽宁、黑龙江、福建、四川、吉林、江苏、浙江、山东、河南、湖南、广西、海南、陕西、宁夏等省、自治区、直辖市。到1999年为止，全国各地都在不断培育科技企业孵化器，孵化器的区域分布和扩散呈燎原之势，覆盖了90%以上的省、自治区、直辖市。

表3–1 中国孵化发展的历程（2014年至今）

时间	事件
2014 年 9 月	在夏季达沃斯论坛上，国务院总理李克强提出了“大众创业，万众创新”的概念，鼓励社会各界人士积极参与创新创业活动
2015 年 3 月	国务院办公厅印发《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》。促使传统孵化器与新型孵化器创业服务机构开展合作，联合建立“创业苗圃—孵化器—加速器”孵化链条，为初创企业提供全流程服务
2015 年 6 月	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，各类创业苗圃、科技企业孵化器、众创空间、加速器等创新创业载体迅速发展
2019 年 1 月	科技部发布的《科技企业孵化器管理办法》于 2019 年 1 月 1 日起正式生效
2016 年 8 月	2016 年 8 月，科技部公布首批国家专业化众创空间示范名单

数据来源：IKMResearch

中国式创新孵化不断培育中国经济的新力量，并通过其高增值、高带动性、高战略价值为经济发展注入活力。一批新企业在孵化器中诞生和成长，特别是新创小型科技企业，对国家的经济结构、空间格局产生了重要影响，创业经济在中国逐步形成。专业技术和产业孵化造就了一批创新型产业集群。孵化器的发展促进了区域产业转型和经济增长。

表3–2 与中国孵化发展相关的重要政府政策文件

时间	规划	内容／意义
2010 年 6 月	《国家中长期人才发展规划纲要（2010—2020）》	继续加大对创业孵化器等基础设施的投入，创建创业服务网络
2011 年 7 月	《国家“十二五”科学和技术发展规划》	重点依托高新区、大学科技园、科技企业孵化器等，扶持和鼓励科技人员的创新创业活动
2012 年 12 月	《国家科技企业孵化器“十二五”发展规划》	建设科技创新创业示范区、建设标杆科技企业孵化器，培育高水平、高层次、高素质的创业团队，培育具有核心竞争力的高成长性企业等
2013 年 12 月	《关于科技企业孵化器税收政策的通知》	孵化器的税收优惠政策

时间	规划	内容／意义
2015 年 6 月	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	落实扶持小微企业发展的各项税收优惠政策。落实科技企业孵化器、大学科技园、研发费用加计扣除、固定资产加速折旧等税收优惠政策。对符合条件的众创空间等新型孵化机构，适用科技企业孵化器税收优惠政策。按照税制改革方向和要求，对包括天使投资在内的投向种子期、初创期等创新活动的投资，统筹研究相关税收支持政策
2017 年 7 月	《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》	孵化器在 2020 年前将成为大众创新创业的主阵地、创新模式的试验田、创业文化的引领者、新经济的动力源
2018 年 11 月	《关于科技企业孵化器、大学科技园和众创空间税收政策的通知》	孵化器税收优惠政策

数据来源：IKMResearch

3.4 中国式孵化经历的三个阶段及资源的局限性

双创浪潮下，大量孵化机构崭露头角，市场化、专业化、低成本、便利化的运营机制为创业者提供了良好的环境，众创空间、孵化器、企业加速器、高新区等孵化载体共同打造了良好的培育空间。

截至2018年底，纳入火炬计划统计的众创空间已有6 959家、科技企业孵化器4 849家、企业加速器500余家。据IKM的不完全统计，截至2018年底，中国广义上的孵化器已超过20 000家，在数量上位居世界第一。中国的孵化器聚集了人才、技术、资金、载体要素，研发、投资、孵化、产业支持相结合，成为新业态与新动能的聚集地。服务创业企业和团队超过60万家，毕业企业超过13万家，孵化上市企业3 000余家，孵化领域覆盖互联网、人工智能、生物医疗、光伏、石墨烯、物联网和纳米等新兴产业，软通动力、启明星辰、科大讯飞、分众传媒、以岭药业等创新型企业崛起。

以龙头骨干企业、高校、科研院所为依托的专业化众创空间，带动了更多科研人员进行创新创业，有效地促进了实体经济发展，在推动供给侧结构性改革的过程中发挥了重要作用，建立中国特色的孵化任重路远。

中国的孵化器发展可以分为以下三个阶段：萌芽期（1987—1999年）、试验期（2000—2013年）、发展初期（2014年至今）。

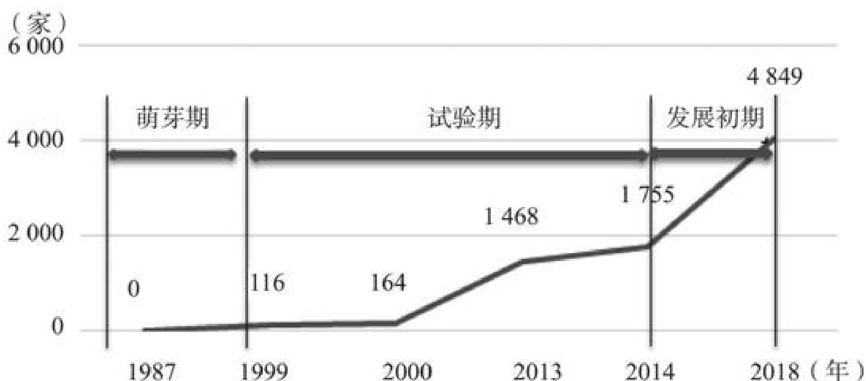


图3-7 中国孵化器发展的三个阶段

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

孵化发展萌芽期涵盖了第一次创业潮末期到第三次创业潮早期，孵化发展试验期则包括了第三次创业潮。孵化发展初期，第四次创业潮开始。互联网的出现与发展改变了过往的生产孵化方式。中国孵化迅猛发展的时间与第四次创业潮重叠，中国孵化第一次跟上创业潮的脚步。

中国孵化在萌芽期时，主要由政府的力量推动，学习模仿海外经验；在试验期时，中国出现了多种不同形式的孵化探索；在发展初期时，与创业潮同步，创业市场活跃，孵化机构数量快速增长。

表3–3 中国孵化发展的三个阶段

阶段	时间	主要特征	孵化表现
萌芽期	1987—1999 年	实施“火炬计划”，科技企业孵化器出现。各级政府以特定政策支持孵化器的创建和发展，投入大量资金，创造基本的孵化条件； 孵化器注重社会效益，不强调直接的经济效益	以零散或初级的方式对孵化企业进行创业支持
试验期	2000—2013 年	政府创新计划重点逐步转向孵化器及其扶持的企业，科技创业成为热潮； 孵化器数量快速增长，规模不断扩大	孵化器的投资主体、服务内容和运营模式出现新的变化，中国形成了自己的孵化器体系
发展初期	2014 年至今	孵化向多元化、专业化、网络化、国际化、盈利化方向发展	对创业企业和创业者提供更高层次的服务内容，孵化质量大大提高，孵化企业的毕业成功率大幅提升

数据来源：IKMResearch

萌芽期（1987—1999年）

这是中国孵化器的探索发展阶段。改革开放刚开始不久，科技与经济脱节比较严重，大批科技成果尚未转化为生产力，非国有经济未受到重视，民营科技企业发展举步维艰。

创业服务中心是孵化的主要产物

在孵化探索发展时期，事业单位形式的创业服务中心是孵化的主要

产物。

西安高新区创业服务中心

高新区的代表——西安高新区创业服务中心成立于1993年5月28日，1997年被批准为“国际企业孵化器建设试点单位”。1998年，西安留学人员创业园成立，同时软件产业园管理办公室成立。2010年，西安高新技术产业风险投资有限公司、西安创新技术投资担保有限公司纳入创业园管理范围。2013年，其被认定为“苗圃—孵化器—加速器”科技创业孵化链条建设示范单位。2014年，“创途在XIAN”众创空间成立，成为专业服务苗圃期创业项目的预孵化基地。

经过20多年的发展，创业园拥有由新型孵化器、孵化基地、产业化基地、综合性功能园区组成的15个创业基地。围绕电子信息、先进制造、生物医疗和新能源等主导产业方向，累计孵化企业超过1 200家，累计毕业企业超过500家、上市（挂牌）企业40家、留学创业人员1 078人，留学人员创立企业890家。

中国科技企业孵化器先行者依据“经济建设必须依靠科学技术，科学技术工作必须面向经济”的工作总方针，致力于“发展高科技、实现产业化”，激发了科技工作者的激情和勇气。到1999年年底，中国孵化载体数量首次突破100家。江苏、山东、上海、北京等地的孵化器数量最多，其中江苏有超过15家的孵化载体，位居全国第一。

孵化萌芽期（1987—1999年）是打下中国孵化基础的阶段，至今仍有影响。

表**3–4** 中国孵化萌芽期大事件一览

宏观环境	创业孵化	科技创业
1978年3月，全国科学大会召开；同年12月，中共十一届三中全会召开，改革开放开始 1979年7月，中共中央、国务院决定在深圳、珠海、汕头、厦门设置经济特区		1978—1985年，中国出现了第一次创业浪潮，创业者以知青、农民和科研人员为主 1980年10月，陈春先在中关村创办第一个民营科技实体"北京等离子体学会先进技术发展服务部"，同年12月，温州的章华妹成为"中国第一个个体工商户"
1985年3月，中共中央发出《关于科学技术体制改革的决定》 1986年，国务院发布《中华人民共和国个人收入调节税暂行条例》	1985年7月，我国的第一个科技工业园区——深圳科技工业园在深圳创办	1984年，海尔、联想、万科、四通、健力宝等公司成立 1986年，国务院批准国家科委成立中国境内第一家创业投资公司——中国新技术创业投资公司（中创）
1987年10月，中共十三大在北京召开，会议提出了党在社会主义初级阶段的基本路线	1987年5月，联合国科技促进发展基金会主席拉卡卡先生访问中国，向国家科委提出在中国建立企业孵化器的建议 1987年6月，我国第一家科技企业孵化器——武汉东湖新技术创业中心在武汉诞生。同年，深圳科技工业园也建立了创业中心 1987年11月，国家科委下发《关于开展科技创业服务中心可行性研究的通知》，在武汉、天津、广州、深圳、上海和西安进行建设孵化器的可行性研究	1986年8月，沈阳防爆器械厂宣告破产，这是新中国建立后第一家正式宣布破产的企业 1987年，"中关村电子一条街"开始形成 1987年，我国科技企业孵化器数量为2家，武汉东湖出现了首批真正意义上的在孵企业，它们分别是武汉兴达电子超声研究所、武汉实验新技术应用研究所、武汉德生机电所、武汉精工自动化设备研究所和武汉海马科技开发公司

宏观环境	创业孵化	科技创业
1988 年 4 月，七届全国人大一次会议通过了《中华人民共和国宪法修正案》，“私营经济”的提法第一次出现 1988 年 5 月，国务院做出《关于科技体制改革若干问题的决定》	1988 年 8 月，“火炬计划”开始实施	1988 年，金山、用友等一批软件类创业企业正式成立
1990 年，国务院提出了调整私营企业的 4 条措施	1990 年，全国科技企业孵化器数量达到 30 家，武汉楚天光电子公司、武汉实验新技术研究所成为我国首批从科技企业孵化器毕业的企业	1990 年，全国乡镇企业总数超过 1 500 万家，工业总产值已占全国总值的 1/3，实现利润 265.3 亿元
1992 年 10 月，中共十四大明确提出建立社会主义市场经济体制的改革目标	1991 年，全国科技企业孵化器数量为 36 家，覆盖了科教资源丰富的中心城市和大部分省会城市 1994 年 5 月，中国第一家专业技术孵化器——宜兴环保科技创业中心成立 1994 年 9 月，中国第一家留学人员创业园——南京金陵留学人员创业园成立	1992—1999 年出现了第二次创业潮和第三次创业潮，政府机构、科研院所和国有企业里的大批知识分子下海创业，互联网创业潮从这时开始 1993 年，熊晓鸽在麦戈文先生的支持下，在中国设立了首只风险投资基金 IDG
1996 年 10 月 1 日，《中华人民共和国促进科技成果转化法》实施	1995 年，全国科技孵化器已达 73 家、孵化场地面积 40.2 万平方米、在孵企业 1 854 家、累计毕业企业 364 家，在孵企业总收入 24.2 亿元	1995 年，中国第一家互联网公司瀛海威成立
1997 年 8 月，《中华人民共和国合伙企业法》实施	1996 年 1 月，国家科委颁布《国家高新技术创业服务中心认定暂行办法》（国科发火字〔1996〕042 号），首次对国家创业中心的各项条件做了具体规定 1997 年 10 月，国家科委认定 10 家创业中心为首批国家高新技术创业服务中心	1997 年是互联网创业的元年，以互联网创业为特征的创业潮出现。雅虎、网易、四方利通等互联网公司开始创业，并获得风险投资 1997 年，全国科技企业孵化器数量达到 89 家，在孵企业 3 670 家、累计毕业企业 825 家、在孵企业从业人员达到 45 600 人

宏观环境	创业孵化	科技创业
1999 年 3 月，九届全国人大二次会议通过了《中华人民共和国宪法修正案》，明确非公有制经济是我国社会主义市场经济的重要组成部分	1998 年，全国科技孵化器已达 94 家、在孵企业 4 138 家、累计毕业企业 1 316 家、在孵企业从业者 68 975 人	1999 年 9 月，从孵化器毕业的首家企业，武汉凯迪电力股份有限公司在中小板上市

数据来源：《孵化三十年》，IKMResearch

中国第一家孵化器——武汉东湖新技术创业中心

武汉东湖新技术创业中心成立于1987年6月，是中国第一家高新技术创业服务中心，也是中国孵化器的发源地。这里诞生了国内第一家由事业单位改制为公司的企业孵化器。东湖新技术创业中心秉承“为中小科技企业提供创业孵化服务、促进科技成果商品化”的宗旨，专注科技型中、小企业服务市场，为中、小企业提供管理咨询、投融资策划、网络、培训、物业、餐饮、通信等各类服务。

1988年，经国务院批准，“火炬计划”正式实施，培养科技企业孵化器被列为“火炬计划”的重要内容之一，科技企业孵化器被纳入国家高新技术产业发展计划。

中国第一本孵化器行业的教程、第一个孵化企业产权报价系统、第一家由事业单位改制的公司、第一家产权式孵化器、第一个网络孵化器、第一个创客社区全部在此出现。

东湖新技术创业中心已累计孵化科技企业1 891家、科技项目1 100余项（其中国家级项目277项），毕业企业1 000家，孵化存活率达75%，培育了一大批科技企业和科技企业家，使大批科技成果转化为生产力，积累了丰富的行业资源和中、小企业孵化经验，其中凯迪电力、三特索道、凡谷电子、楚天激光、国测科技、银泰科技等毕业企业已成长为国内著名企业，极大促进了区域经济发展。同时，创业中心已累计提供就业机会87 000余次。

表3–5 武汉东湖新技术创业中心的发展历史

时间	具体发展	
第一阶段 1987—1990 年	事业单位制下的创举	1987 年 6 月 7 日，我国第一家科技企业孵化器——武汉东湖新技术创业中心成立。虽然当时仅能提供场地、打字、通信、工商、税务登记等简单服务，但它对我国高新技术产业的发展产生了深远影响
第二阶段 1991—2000 年	企业化管理，迅速扩张	1990 年 9 月起，东湖新技术创业中心实行事业单位企业化管理，经济上自收自支，自负盈亏。这个全国率先实行的体制模式，直到今天仍是中国科技企业孵化器的经典模式
第三阶段 2001—2002 年	公司化运作	创业中心在全国首次尝试企业化改制，对原有事业单位的框架进行了全面的企业化调整，实现了由政策服务为主向功能服务为主的转变，建立和完善了投融资服务体系，加强了对项目的支持，完善了企业咨询、国际化交流和公共关系服务
第四阶段 2011 年至今	资源整合	集成整合 400 家孵化企业资源，投资创办武汉信物宝电子商务有限公司，推动传统行业中小科技企业的电子商务化发展

数据来源：该公司官网，IKMResearch

广州第一家孵化器——广州市高新技术创业服务中心

1989年，广州市高新技术创业服务中心（以下简称“创业服务中心”）在天河东路成立，这是广东省第一家国家级科技企业孵化器。创业服务中心拉开了广州市乃至整个广东省的孵化器发展大幕，自成立以来，其一直致力于为创新创业企业提供各类资源与智力支持。同年3月，科技部首期创业中心主任国际培训班在广州举办，这次培训被业内称为中国孵化器行业的“黄埔第一期”。

作为广州创业孵化器的探索者，创业服务中心不仅培育出了一批优质的科技企业，更成为孵化器的孵化器，其充分利用自身多年孵化器运营的经验，辐射带动广州孵化器“新军”的发展。1989年，广州的孵化器只有一家，而现在，广州的孵化器遍地开花。截至2018年6月，广州的众创空间、孵化器总数分别达到164家（国家级53家）、261家（国家级26家）。2014—2017年，全市新增176家孵化器，其中接近20%是通过创业服务中心辅导而成立的；新增400万平方米的孵化器面积，其中超过100万平方米的孵化器面积是得到了创业服务中心提供的策划或帮助而建立和拓展的。

北京第一家企业化运营的孵化器——北航天汇科技孵化器

北航天汇科技孵化器有限公司成立于1999年，是北京市首家企业化运行的科技企业孵化器，也是全国高校中第一家实行企业化运营的科技孵化器公司，同时还是首批高新技术产业孵化基地。截至2019年，北航天汇科技孵化器累计孵化企业超过1 200家，从这里毕业的企业超过500家，年申报专利数超过360项，初步形成了以软件企业为主，生物医药、机电一体化、环保节能、新材料企业为辅的战略性新兴产业高新技术创业群体。

北航天汇科技孵化器依托北京航空航天大学在电子信息领域的优势，充分发掘自身潜力，整合园区资源，聚集外部资源，打造了专业化的企业服务团队。针对创业企业的需求，建设基础服务平台，为企业提供注册、商务、财务税务及相关政策咨询服务；搭建投融资服务平台，建立种子资金，联合投资机构开展创业投资，疏通企业的各类融资渠道，支持自主创新创业；搭建技术与人才资源服务的支撑平台，开展软件专业人才培训实训，提供软件人才输入等服务，增强园区企业的发展动力。逐步形成了以北航科技园区、北航孵化器入驻企业为服务主体，面向中关村科技园区及海淀园区企业的开放式发展格局，打造了北航天汇科技孵化器这个企业孵化服务品牌。

试验期（2000—2013年）

在中央政府及各级地方政府的支持下，中国的孵化器数量从2000年开始快速增加，出现了第一个拐点。孵化器数量从164家快速增加到1 468家，年均增长率达18.36%。

该时期，市场经济体制进一步完善，科技型中小企业创新基金发挥了重要作用，创业投资、创业教育快速发展，国家和地方将孵化机构纳入创新战略，孵化机构行业管理更加系统化，企业孵化机构发展的外部环境得到改善。

2000—2013年，中国孵化机构发展的投资主体从政府转向包括政府在内的多元化投资主体，政府、高等院校、科研院校、企业、个人、国内投资机构和外资机构积极进入市场，兴办孵化机构，形成多元化的投资模式。民营企业孵化机构、中外合资孵化机构相继出现。

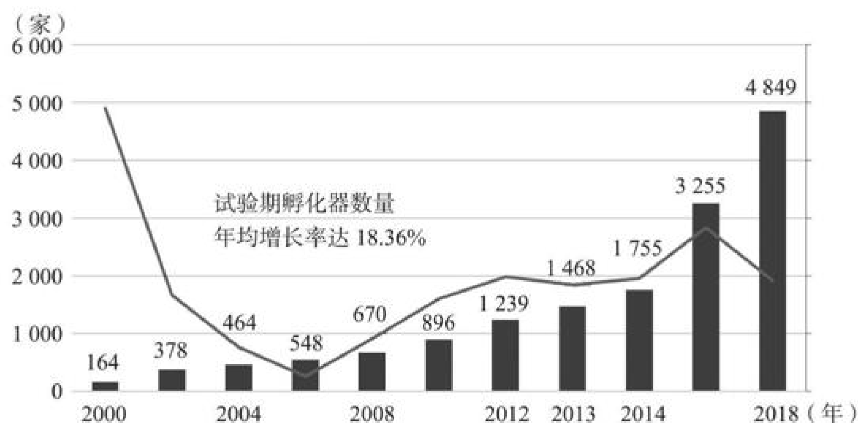


图3–8 2000—2018年，孵化器数量的变化情况

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

民营企业孵化载体涌现

民营企业孵化载体是指民营资本投资，利用民营机制的灵活性和民营资本的便利性，配备相应的服务，发挥民营企业家的经验和资源，通过持股和整合各项中介服务力量，推动科技创业企业加速成长的孵化器。这是中国孵化多元化发展的重要尝试。

相比事业单位制与国营制孵化载体，民营企业孵化载体的市场身份更加灵活，生存模式与以往相比差异大，孵化载体面临强大的市场生存压力。压力之下，孵化项目筛选风格、孵化流程、孵化资源导入、孵化项目毕业等一系列运营条件也更具市场特色。

民营孵化机构的涌现是孵化蓬勃发展期区别于探索发展期的关键特征。民营资本的更新与涌入为孵化注入了新的活力。

成都天府新谷是中国第一家民营的国家级科技孵化器，成立于1994年，其前身是四川校办科技产业园。截至2017年，天府新谷入驻企业700余家、创业者13 000余名、孵化场地40万平方米，已形成集工作、生活、创新创业为一体的创业生态圈。这里诞生了30多家高新技术企业、50多家“双软”企业、621项自主知识产权、522项软件著作权。从这里毕业的企业超过300家，每年孵化的企业产值达35亿元。

中国特有的留学生创业载体

随着孵化器产业的深入发展，传统单一模式的孵化器开始延伸，留学生创业园、专业技术孵化器、大学科技园快速发展。具有形式多样化、功能专业化、技术服务平台化和组织网络化的特点，在全国形成了健康、蓬勃、规范、有序发展的良好环境。

表3–6 中国孵化试验期大事件一览（2000—2013年）

宏观环境	创业孵化	科技创业
2001 年，中国加入世界贸易组织 2009 年 1 月，中共中央办公厅转发《中央人才工作协调小组关于实施海外高层次人才引进计划的意见》	2001 年，科技部制定并颁发了《中国科技企业孵化器“十五”期间发展纲要》，这是我国第一个有关孵化器发展的 5 年规划 2002 年，全国共有科技企业孵化器 378 家，在孵企业 20 993 家，累计毕业企业 6 207 家，在孵企业从业人员 362 985 人	中国出现第三次创业潮——互联网创业潮 2006 年，土豆网、优酷网等网络视频网站兴起
2009 年 3 月，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》	2009 年 12 月，中国孵化器投资基金成立（中孵基金） 2011 年，全国科技企业孵化器数量达到 1 034 家，在孵企业 60 936 家，累计毕业企业 39 562 家，在孵企业从业人员数量达到 1 255 819 人，研发投入 530 亿元	2009 年，首批 28 家企业在创业板上市，其中孵化器毕业企业 7 家，占总数的 1/4
2012 年召开的“十八大”明确提出：“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。”		2012 年，全国共有私营企业 1 085.72 万户，注册资本 31.1 万亿元，实现营业收入 20.1 万亿元
2013 年 1 月，全国中小企业股份转让系统（新三板）揭牌运营 2013 年，中国进出口总值超过 4 万亿美元，成为全球货物贸易进出口总值第一的国家	截至 2013 年底，全国共有科技企业孵化器 1 468 家，孵化场地面积 5 379.3 万平方米，在孵企业 77 677 家，累计毕业企业 52 146 家	2013 年底，我国登记注册的私营企业达到 1 253.9 万户，个体工商户 4 436.3 万户，同比增长 15.5% 和 9.3%

数据来源：《孵化三十年》，IKMResearch

留学生创业园是中国独有的，专门服务于留学回国人员的科技创业服务机构，其在一般孵化器的基础上，针对留学人员提供特殊孵化服务。留学生创业园具有一般孵化器的特点和功能，又具有自身特色。一方面具备符合留学人员创业特点，提高企业存活率和成功率的功能；另一方面也具有进一步发挥留学回国人员在推进高新技术产业发展，提高区域科技创新能力，加速地方经济转型升级，带动海外人才引进，打造企业国际竞争力等方面的作用。

中国首家留学生创业园——南京（金陵）留学人员创业园，由南京国家高新技术产业开发区与南京市人事局共同创办于1994年9月。

孵化载体国际融合明显

国内孵化机构与韩国、美国、澳大利亚、英国、法国、印度等国家的政府机构、孵化器、加速机构、风险投资机构、行业联合会等开展共同孵化合作，对接全球创新链，形成充分利用国内外资源和市场，提升创新水平，加速创业企业成长的国际化发展新局面。

一般孵化机构的国际化发展主要有以下三种方式：

中资企业出海：中国本土孵化机构赴海外兴办孵化机构。

中外合资：国内的孵化机构在投资主体中引入外资，通过中外合资整合国内外的科技创新服务资源，构建科技型中小企业国际化的服务体系。

外资企业入驻中国：来自国外的知名优秀孵化机构直接进入中国，以独资或与国外合作的形式创办孵化器，引入双方孵化载体发展的成功经验。

入驻北京中关村的“韩国IT发展中心”，分布在上海、青岛等地的以色列孵化器，山东省同乌克兰教育与科技部合作创办的“济南中乌高科技合作园”，山东省与白俄罗斯合作兴办的“中白科技园”，辽阳市政府与俄罗斯托木斯克市政府合作创办的“中俄高新技术成果推广示范基地”等都是典型案例。

以色列与中国进行了多方面的创新合作。中国多地设有中国—以色列孵化载体园区，包括上海、深圳、广州、青岛、珠海等城市。以孵化载体的形式引进以色列科技创新企业，借助中国产业化的优势，帮助以色列企业实现商业落地，达到多方共赢的效果。以色列科技孵化器项目现有18家技术孵化器和2家指定的生物技术孵化器。另外，由两国政府牵头举办的“中以创新投资大会”已经举办了5届，连续的特色活动搭建了常态化的经贸氛围。复星、阿里巴巴等中国企业对以色列项目的投资活跃。英菲尼迪在以色列和中国的企业巨头（包括以色列最大的多元化产业集团IDB集团和中国国家开发银行）支持下，成为重要的中以基金管理集团，充分利用专利技术、商业网络、创业和经营管理经验，与中国企业建立合作关系，进行有效的投资。

截至2017年末，中国国内进行国际化发展的创业孵化机构有221家。国内机构在海外注册的创业孵化机构共有28家，在海外注册的创业孵化机构中，在孵团队企业共有1 022个，国内机构在海外注册的创业孵化机构的跨境项目达309个。

发展初期（2014年至今）

这是中国孵化快速发展的阶段，孵化器数量从2014年的1 755家增长到2018年的4 849家。到2018年底，全国已有11 000家创业孵化机构，在孵科技型中小企业达62万家。

政府出台了一系列深化孵化机构行业发展的政策与意见，进一步满足了新时期大众创新创业的新需求。《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》明确指出，加强创业辅导服务，提升孵化服务综合能力。“十三五”期间，我国各类创业孵化载体数量将达1万家，力争使一半以上的孵化载体具有创业投资功能，创造就业岗位超过300万个，上市和挂牌企业超过2 000家。

从学习海外孵化器经验开始，到市场迅速发展，再到市场陷入迷茫，中国孵化之路才刚刚开始，且越来越可能形成具有中国特色的孵化之路。

表3–7 中国孵化发展初期大事件一览（2014年至今）

宏观环境	创业孵化	科技创业
2014年9月，在夏季达沃斯论坛上，李克强总理首次提出“大众创业，万众创新”	2015年，第四届中国创新创业大赛顺利举行	中国出现第四次创业浪潮（2014年至今）
2015年，十二届全国人大三次会议将大力发展众创空间写入政府工作报告	2015年，李克强总理在深圳考察柴火创客空间	2015年，全国平均每天新登记企业1.2万家，比2014年增加20%，远高于改革之前的6 900家
2015年6月，国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	2015年12月，科技部公布首批136家纳入国家级科技企业孵化器管理服务体系的众创空间名单 2015年，众创空间“苏河汇”、国家级孵化器上海莘泽创业投资有限公司陆续登录新三板	
2017年6月，科技部印发《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》	2017年，科技部火炬中心统计的众创空间达到5 739家、科技企业孵化器有4 069家	

数据来源：网络，IKMResearch

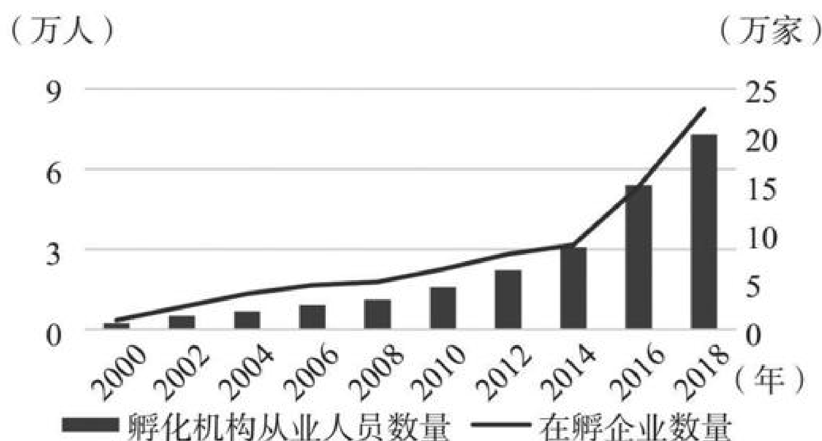
企业新登记市场主体数量快速增加

孵化行业发展迅速，中国创业市场活跃。2018年，全国新登记企业670万户，较2017年增长10.3%，平均每天新登记企业1.8万户，较2017年的日均新登记企业1.66万户有了明显提升。2018年，全国新登记市场主体共有2 149.6万户，较2017年增长11.67%。目前市场主体1.09亿户，其中企业3 434.6万户。

自全面推进商事制度改革以来，注册资本登记制度改革、“先照后证”改革、“多证合一”登记制度改革、简易注销等一系列举措有效改善了企业的营商环境。世界银行公布的营商环境报告显示，中国营商便利度分数由2012—2013年的61.13上升到2015—2016年的64.28，提高了3.15分，中国全球营商便利度的排名由第96位上升到第78位，提升了18位。

孵化主体发展，整体数量增加

“十二五”期间，中国孵化器建设进入繁荣时期。截至2018年末，纳入科技部火炬中心统计的众创空间6 959家、科技企业孵化器4 849家、企业加速器500余家。全国在孵企业和团队62.0万家，其中，孵化器在孵科技型中小企业20.6万家，同比增长17.7%。众创空间服务的初创企业和创业团队41.4万家，与上一年相比基本持平。全国创业孵化机构从业人员达到21.8万人，其中孵化器行业从业人员总计7.3万人，众创空间从业人员14.5万人。跟创业早期相比，孵化载体运营能力、受孵企业数量都有大幅提升。



数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

图3–9 2000—2018年，中国在孵企业数量及从业人员情况

孵化企业数量大幅上涨，存活质量明显提高

中国创新孵化成果喜人，毕业后上市（挂牌）企业3 870家。截至2018年末，全国科技企业孵化器中已累计毕业企业13.9万家，2018年的在孵企业平均收入达366.7万元。华为、阿里巴巴、百度、新浪、楚天激光、中星微电子等企业都接受了孵化器、高新区或者创业基金等的支持帮扶，成为地方政府规划新兴产业的标杆和领军企业。

百度的李彦宏、中星微电子的邓中翰、启明星辰的严望佳、澜起科技（上海）的杨崇和、亚信科技的丁健、成都国腾公司的何然等一大批企业家，都是在孵化器中成长起来的创业明星。

新登记企业中，小微企业占90%，小微企业周年生存率约为70%。数据显示，2014—2018年，年度注销企业数量分别为50.59万、78.84万、97.46万、124.35万和181.35万。从注销和新设企业的比例来看，2018年新设企业与注销企业的数量比为3.69：1。

自中国第一家孵化器成立以来，中国孵化器的组建和发展最开始是由政府主导，大企业及民营资本进入，这是一个创业探索的过程。中国孵化器的形成和发展受到中国改革开放特定经济环境及政策环境的影响，它的建立与发展依存在中国特定环境中所形成的土壤。中国孵化器的发展是在最初借鉴西方发达国家孵化器经验的基础上，从简单复制到自主创新，特别是第四次创业潮兴起的2014年，中国孵化器如雨后春笋般涌现，不管在规模、数量还是类型上，都有了全面提升。

辅助资源滞后于创业发展

回顾中国孵化与创业潮的发展过程，辅助资源滞后于创业潮的发展。创业潮开始前，中国的商业市场自由活跃度不高，孵化必备的商业资源短缺。由于有生长时差，中国孵化的创新能力一直难以跟上企业的发展速度。

本土天使投资人和创业投资机构处于新生阶段

风险投资发展史与孵化紧密相连，我国的风险投资发展史分为三个阶段。

第一个阶段：20世纪80年代到90年代前期，这一时期主要沿袭传统政府拨款式的投资机制，与严格意义上的风险投资有一定差距。

第二个阶段：20世纪90年代中期到第三次创业潮结束，外资与民间资本开始活跃。

2000—2011年是整个PE/VC（私募股权投资/风险投资）曲折发展的时期。2000年，中国互联网行业有了大发展，IDG资本先后投资了100多家公司，基本覆盖了所有互联网企业，包括搜狐、百度、腾讯等；2001年是中国创投界的第一个资本寒冬年；2002年，创业板未能如期开放，资本寒冬加剧，新本土创投诞生；2003—2004年，随着携程、盛大的上市，美元创投回暖；2011年，PE/VC大量进场。

遗憾的是，中国风险投资在发展之初就遭遇了寒冬，资本在第三次创业潮中没能抢占先机。早期国内资金市场不够完善，大量科技型企业转向国际资本。资本退出渠道对新兴产业支持不足，很多处于发展关键阶段的创新型企业因尚未盈利或业绩波动而无法通过发行审核，创业投资资本退出机制不畅，影响了创业投资资本的良性循环。



图**3–10** 国家对创新孵化投资的政策支持

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

第三个阶段：2014年至今（第四次创业潮），PE/VC发展加速。

2014年5月，PE/VC机构受到一系列政策的影响，发展加速。PE/VC机构的快速发展催生了多个创业风口。O2O（线上到线下）投资创业

大战如火如荼，成为2014年最热闹的风口。2014年共有15家企业陆续赴美IPO，募资额达到创纪录的304.52亿美元，聚美优品、京东、阿里巴巴等先后上市。

此外，越来越多的富裕人群与企业也开始将目光聚焦于天使投资领域，挖掘未来新的经济增长点，从投资中获得更多收益。天使投资和创业投资的活跃带动了创业服务行业的发展。天使投资人和创投机构的繁荣加速了创业服务模式和盈利模式的升级，促使创业服务行业快速发展。

人才资源累积过程中出现断层

《2019年全球人才竞争力指数报告》显示，瑞士的人才竞争力排名全球第1，其次是新加坡和美国。中国排名第45。

中国的高新技术人员教育输出率一度低于世界平均水平。2000年，我国高层次专门人才紧缺，全国29个专业技术领域中，具有副高级以上职称的共157.3万人，仅占总数的5.5%。以自然科学和工程科学领域为例，2000年，从事研究与开发的科学家和工程师，每万人中美国有41人，日本有50人，韩国有21人，而我国仅有5人，分别是美国的1/8、日本的1/10、韩国的1/4。

吸引海外人才一度成为改革开放早期弥合人才断层的重要方式。对高端人才需求的持续加大，使中国制定了从国家到地方两个层面的人才吸引结构，人才猎头工作站点作为体制外的补充。

对院士、“千人计划”入选者、“长江学者”、“杰出青年”、“优秀青年”进行奖励，吸引高端人才。部分高校或地方政府还会为人才及其配偶提供城市落户、子女教育等方面的补助或帮扶，使其无后顾之忧。2018年，深圳市为进一步吸引优秀人才，宣布从境外引进的短缺人才将享受15%的个税优惠。

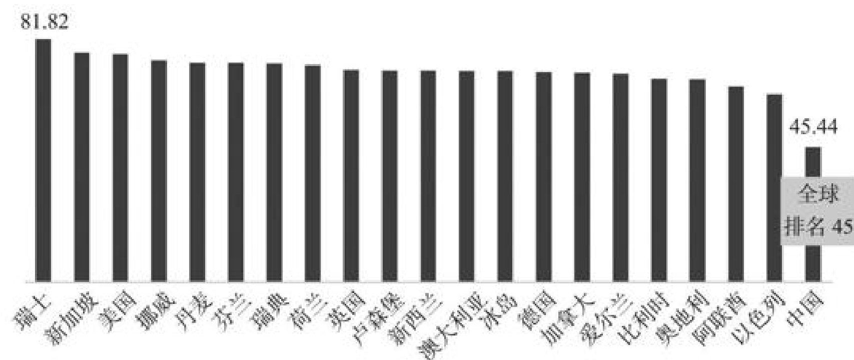


图3–11 2019年，全球人才竞争力指数排名

数据来源：GTCI，IKMResearch，2019

3.5 体制外孵化并非孵化的唯一选择

孵化是助力创新的重要手段，孵化具有多种表现形式。列入统计范围的孵化器、众创空间仅为多种孵化表现形式中的部分常见类型。企业内部及体制内的孵化，由于具有隐匿性，尚未完全得到体现。

国内外孵化器的定义

孵化器已有60多年的发展历史。国际上对于孵化器有多种定义。

根据联合国开发计划署《经济发展中的企业孵化器》的定义，孵化器是在小型企业发展过程中出现的，专门为培养新生企业而设计的一种受控制的工作环境。经过审核，选中处于初期阶段，具有很大潜力的小型企业，扶持其转化成自给自足、成熟而有利可图的企业。美国孵化器协会将孵化器定义为一个企业发展的加速器，它培养年轻的企业，帮助年轻的企业度过最需要帮助的创业早期阶段，为初创型小企业提供所需的基础设施和一系列支持性综合服务，使其成长为成熟企业。中国科技部认为科技企业孵化器是以促进科技成果转化，培养高新技术企业和企业家为宗旨的科技创业服务载体。国内外对孵化尚无统一的定义。

什么是孵化

孵化的定义

孵化是一种使用多种有形或无形资源，服务开创性商业行为，进一步实现目标的机制。目前中国对孵化器的认定主要依据的是《科技企业孵化器认定和管理办法》（以下简称《办法》）。该《办法》对孵化器实体的占地面积（20　　000平方米）、在孵企业成立时间（小于24个月）、企业阶段（尚处于研发或试销阶段）等进行了规定。

广义上看，孵化器的定义应为利用资源帮助主体实现商业目标的载体。IKMResearch认为，《办法》中对孵化器应用的对象、资源与成果、场地面积等进行了限定，实际经营中，部分孵化器存在被统计遗漏

的风险。因此，文中所给出的是狭义孵化器的定义。

根据孵化的具体实施方案差异，广义的孵化器包括众创空间、加速器、科技园、创意园等各种机构。为了避免与狭义孵化器的概念混淆，可以将广义孵化器称为孵化载体。

体制内孵化和体制外孵化的定义

以是否在企业/组织原有架构下利用企业/组织资源进行孵化的行为标准来划分，可以将孵化划分为体制内孵化和体制外孵化。独立于企业/组织原有架构的孵化被视为体制外孵化，从属于原有架构的孵化被视为体制内孵化。[1]

孵化载体为企业提供管理性服务，包括技术服务、融资服务、咨询服务等，整合利用社会资源，催生特色的孵化网络。体制内孵化与体制外孵化从孵化网络资源的获取，再到资源的组织方式与逻辑方面都存在显著差异。

体制内孵化

体制内孵化隶属于公司/组织原有的组织架构，是由企业或机构等组织利用其内部资源/平台，为初创企业或初创者提供孵化条件，实现创新落地的载体。这种孵化机制具有很强的隐匿性，统计时容易忽略。

体制内孵化的模式

体制内孵化的模式主要包括：内部创新提案、新项目小组/新事业部、创业孵化器等。各个企业将会根据企业的实际组织架构情况进行调整与改进。体制内孵化在国内知名企业中越来越流行。

体制内孵化的三种主要类型

（1）内部提案

内部提案主要是指通过鼓励员工就工作中的问题提出改进和创新的建议，允许员工利用部分工作时间，将创新提案落地并执行。在企业内部，部分企业会设立“创新推进委员会”，对提案进行评估与奖励，通过单点突破，实现递进式演进。

（2）新项目小组/新事业部

启动新项目，进行项目小组编制，在时机成熟后对组织结构进行调整，成立新事业部，这也是目前体制内孵化常见的做法。微信最初就是腾讯内部的一个项目小组，在发展壮大后成了腾讯的一个事业群组。

（3）内部创业孵化器

内部创业孵化器是企业为内部诞生或外部引入的新创企业或项目提供的基础设施和资源支持，是帮助和促进其成长的一种创业运作模式。企业内部创业孵化器的模式与体制外的孵化模式类似，可在企业内部进行一系列的评估后，对创业项目进行资助扶持。

体制内孵化的例子

中国企业积极进行创新尝试，体制内孵化盛行。排名世界前列的独角兽企业蚂蚁金服、微信均是企业体制内孵化的产物。

（1）阿里巴巴：内部孵化的超级独角兽——蚂蚁金服

阿里巴巴2011年宣布将淘宝拆分为淘宝、淘宝商城（天猫商城）和一淘网，开启阿里巴巴内部裂变的时代。之后支付宝变身为蚂蚁金服。阿里云、菜鸟驿站、淘票票、钉钉、闲鱼相继诞生，这从不同维度体现了体制内孵化增长的力量。阿里健康、阿里影业、阿里体育、天猫农场、跨境贸易、阿里公益也都是从阿里的内生体系中孵化诞生的。

蚂蚁金服是阿里巴巴创新能力最直接的体现。作为从阿里巴巴衍生出来的一个独立的金融公司，蚂蚁金服的业务范围早已超过了支付领域。蚂蚁金服的估值（超过1　　500亿美元，是世界上最大的独角兽企业）甚至超过了高盛集团（860亿美元）这样的老牌金融公司。2018年6月，蚂蚁金服完成总额达140亿美元的融资，创下了全球有史以来最大的私募股权融资纪录。

蚂蚁金服是一家在中国本土成长起来的全球化企业，是中国人独立自主创新的成果。蚂蚁金服的“全球收全球付”服务已覆盖全球200多个国家和地区，支付宝和全球合作伙伴一起服务的用户已超过10亿人次。支付宝已进入54个国家和地区，将中国的移动支付体验平移至境外市场。

蚂蚁金服的成功孵化离不开阿里巴巴持续的体制内孵化创新。以支付为核心，结合多种应用场景，布局大金融板块，基于消费者消费习惯，蚂蚁金服构建了用户信用体系，解决了中国现有银行体系中，信用数据仅面向高净值人群的问题，解决了低净值人群信用空缺的问题。

蚂蚁金服不断拓宽支付场景的范围，从最初的网游、航空机票、B2C消费等网络化程度较高的市场逐步拓展至与生活相关的市场，如保险、公共事业缴费等，逐渐奠定了支付宝独立支付的地位。

蚂蚁金服正在缔造以个人为中心，以实名和信任为基础的超级数字交易枢纽，并已与阿里巴巴集团的其他业务产生了协同效应。2018年初，阿里巴巴宣布将入股蚂蚁金服33%，之后，两家公司在整个阿里经济体内的关系也越来越紧密，“双剑合璧”战略的效果开始显现。截至2019年初，支付宝用户突破10亿，有力地促进了阿里巴巴业务的发展。欧洲、北美、澳大利亚、日本、韩国等国家和地区的跨境线下支付业务统一由阿里巴巴集团统筹进行市场拓展、战略合作、落地实施等工作，帮助蚂蚁金服的支付业务在当地生根发芽。

（2）腾讯：移动互联网时代的现象级产品——微信

微信是腾讯组织架构下体制内孵化的产物，诞生于2011年。腾讯搭建了允许试错及资源可控的内部赛马机制，最终成功研发出了移动互联网时代的现象级产品——微信。

微信诞生的重要原因在于：腾讯抓住了移动互联时代流量从PC（个人电脑）端向移动端迁移的机遇。2011年，我国网民的互联网应用习惯发生显著变化，包括新型即时通信、微博在内的新兴互联网应用迅速扩散。同时，传统社交类应用软件的用户规模开始萎缩，电子邮件的使用率从2010年的54.6%降至47.9%，论坛的使用率则由32.4%降至28.2%。手机即时通信是移动互联网应用中使用频率最高的服务，用户年增长率达44.2%。

除把握住了时机以外，微信的诞生与体制内资源的积累密不可分。微信诞生于以QQ为代表的通信工具如日中天的时期，PC端即时通信软件QQ为微信的发展奠定了庞大的用户基础。2011年，中国网民总量为5.13亿，而2011年，QQ同时在线用户就已突破1.4亿。由于有对即时通信软件用户习惯的深度观察研究，腾讯才能够成功孵化出微信这款现象级应用。



图3–12 微信已成为全球最大的移动通信类工具

数据来源：腾讯年报，IKMResearch，2019

时至今日，微信已经建立起了庞大的流量帝国。2018年初，微信和微信国际版（Wechat）的合并月活跃用户数量已超过10亿，成为中国首个月活跃用户超过10亿的应用程序。此外，7 000万海外用户覆盖200多个国家和地区，微信上使用的语言超过20种。微信构建了庞大的生态圈，带动了微信公众号、微信支付等一系列产业的发展。2017年，微信使2 030万人获得就业机会，是2014年的2倍，带动了3 339亿元人民币的传统消费，包括旅游、餐饮、购物、出行等。

微信是中国当之无愧的移动社交类软件巨头，具有超强的社会影响。根据Statistic数据，WhatsApp（一款跨平台的智能手机应用程序）在2019年7月的全球用户数量为15亿，月活跃用户数量为16亿，在128个国家和地区中均处于领先地位，但并不包括中国。脸书月活跃用户数量为13亿，同样并不包括中国。微信、QQ手机的月活跃用户分别为11.1亿、8.23亿。

微信在中国的移动通信市场中占据了主导地位，对国民生活的影响非常大。微信占据了中国移动流量消耗的34%，而脸书只占到北美移动流量消耗的14.1%。微信极大地影响了中国人的线上生活。

最近两年，中国开始出现其他对标微信的社交类移动互联网产品，包括“马桶MT”“多闪”“子弹短信”等。新兴社交类应用程序尝试挑战微信的地位，却无功而返，最重要的原因在于，微信已经成功绑定中国网民的社会关系网络，如果改用其他软件，用户关系的迁移成本高，用户习惯短时间内难以改变。微信在体制内孵化取得的成功非常具有借鉴意

义。

（3）富士通：企业跨界创新的产物——发那科

富士通是老牌通信公司，成功孵化出了全球著名的“工业机器人四大家族”之一——发那科。

富士通集团体制内孵化的重要组成部分是富士通研究所。富士通研究所于1968年在日本成立，随后在美国、中国、英国分别设立分支机构，在日本有约1 200名员工，在美国、中国及欧洲共有约230名员工。富士通研究所的主要职能是通过长远考虑，开展基础研究、应用研究和实用研究，以此为基础，拓展新市场并创造新的商业模式。

富士通的体制内孵化流程包括：设立员工内部创业基金，号召在富士通公司工作3年以上的优秀员工提交创业计划；富士通及关联公司为富士通研究所的研究及开发活动提供资金支持；富士通集团选拔成员组成技术战略委员会和技术战略工作小组，讨论集团发展方向、研究内容和业务目标，并制定中期技术战略。

富士通研究所的研究主题可分为3类——短期商业化研究、远景研究和需求导向研究，具体视商业化阶段而定。资源分配采取自上而下的原则，其中，为扩大业务和提高竞争力所进行的远景研究分配到了一半的重点资源。远景研究的内容由技术战略委员会和技术战略工作小组审批决定。

富士通创新聚焦以下4个领域：无处不在的创新，创新服务及前端界面的开发，连接人、数据和基础设施；社会创新，对数据和信息的有效利用，扩展社会业务；ICT创新，新ICT平台的发展带来新的价值；制造业创新，开发作为技术价值链基础的硬件、软件技术。

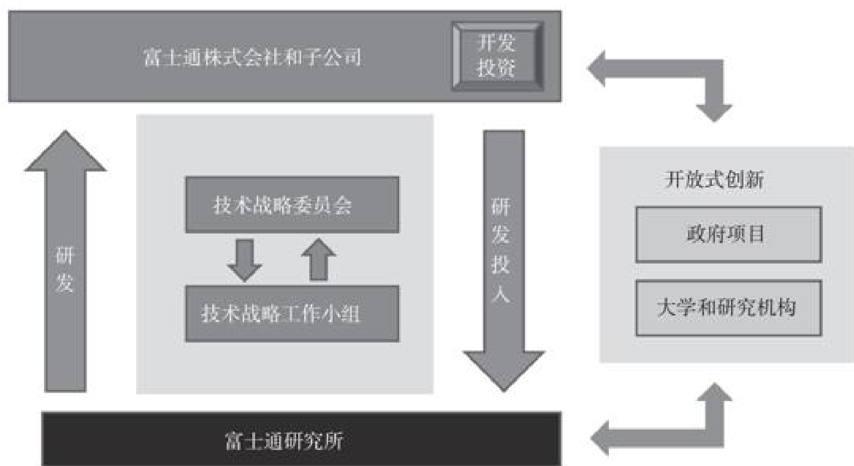


图3–13 富士通内部的孵化流程

数据来源：富士通官网，IKMResearch，2018

关键体制内孵化组织的设定让富士通的企业内孵化变得更加高效。1995年至今，富士通公司已经为超过40名员工的自主创业提供了支持，创业成功率在50%左右。

体制外孵化

体制外孵化的创新主体与孵化的机制设定者属于相互独立的关系。体制外孵化是由社会专门的创新孵化企业或机构等组织进行资源与平台整合，采取与创业主体相互独立的孵化组织方式。相较体制内孵化，这种孵化组织方式的创业者和孵化组织之间的关系更为开放。

第四次创业潮时获得广泛关注的孵化器、众创空间等孵化机构是体制外孵化的部分形式，亦是目前市场上最容易接触到的孵化模式，以国内著名的创新工场、车库咖啡、3W咖啡、氪空间、创新谷等为代表。部分组织同时存在体制内与体制外的孵化机制，如腾讯内部的“赛马机制”与腾讯的众创空间。

体制外孵化存在大量的创业者自我孵化形式。孵化机构是社会创业发展过程中特殊的存在。目前针对孵化器的统计数据主要来自体制外孵化的部分主体，仅包括狭义孵化器与众创空间。从承担孵化工作意义的角度来看，体制外孵化以及其他尚未以孵化器等名称命名的孵化组织已遍地开花，实际的孵化机构数量远远大于现在的统计数据，对孵化的关

注也不应该仅仅局限于体制外孵化。

体制外孵化与体制内孵化存在竞争关系

受组织框架影响，体制内与体制外孵化面临截然不同的生存氛围。（1）体制内孵化直接受组织管理。体制外孵化则是一种自下而上的选拔。（2）部分企业引入体制内孵化，目的是对企业现有业务或日后业务布局进行整合，体制内孵化受到全体成员监管。（3）对于优质的创业者而言，体制内孵化与体制外孵化存在竞争关系。（4）体制外孵化机构并非创业的唯一选择，依托企业内部平台进行创业，正逐渐成为创业者的选择之一。体制外孵化在一定条件下可以重新回到体制内，进行进一步孵化。联想曾在体制外孵化神奇工场（ZUK）这一手机品牌，待这一手机品牌成熟后又重新回归联想，进行新的架构调整。

三一重工开放了持续投资10亿元的工业互联网平台，三一重工互联网团队组建了树根互联技术有限公司，体制外孵化工业互联网平台——树根互联。体制外孵化的方式解决了现有框架下，三一重工难以用股权激励的方式吸引团队核心人才的困难，缓解了企业内部建设的压力，推动多家企业参与并实现了工业大数据效应最大化。

现有的孵化表现形式

孵化载体（广义孵化器）可利用资源帮助主体实现商业目标。根据主体目标以及孵化载体资源组织方式的差异，孵化载体可以分为孵化器（狭义孵化器）、加速器、众创空间、共享办公、专业共享办公、联合办公等6大类。另外，按照创业领域的筛选规则进行划分，则包括综合性孵化和专业垂直孵化。孵化器、加速器等都是创新领域的有效工具。



图3–14 孵化载体的主要表现形式

数据来源：IKMResearch

截至2018年底，全国纳入科技部火炬中心统计范围的孵化器（狭义孵化器）已达4 849家，众创空间达6 959家，全国创业孵化机构总数达11 808家。根据IKMResearch的不完全统计，截至2018年底，我国孵化载体数量已超过2万家。

广东省、江苏省、山东省是中国孵化载体分布密度最高的省份。广东省的孵化载体数量居全国之首，有孵化器962家、众创空间716家。甘肃、内蒙古等西部的省、自治区、直辖市的孵化载体形式以众创空间为主。

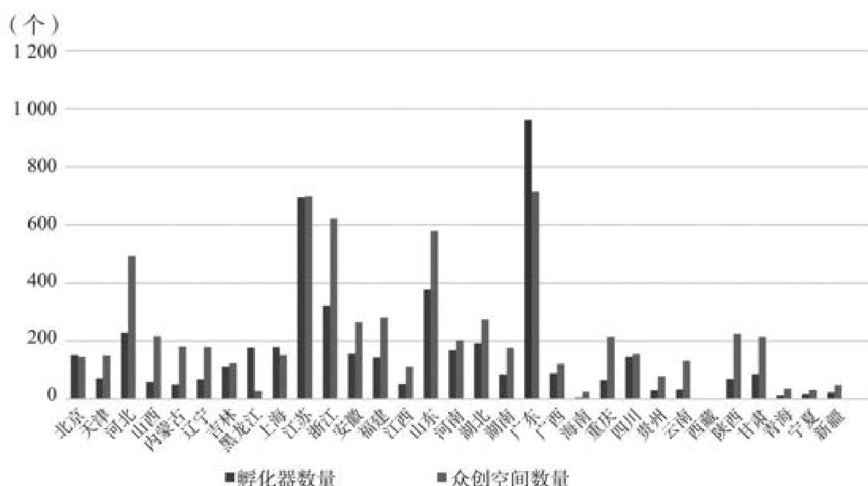


图3–15 截至**2018**年底，全国创业孵化载体的分布情况

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch，2019

孵化器

孵化器（本文指狭义孵化器）是利用资源帮助主体实现创业初期商业目标的孵化载体。孵化器服务的对象主要是初创型企业/团队，目的是帮助其实现将创业概念转化为产品的诉求。目前国际市场上典型的孵化器代表是Y Combinator（YC）。

加速器

加速器是利用资源帮助主体快速实现商业目标的孵化载体。在短时间内（约数个月）帮助具备一定基础的团队接触销售通路、资金和人

脉，或是协助解决特定问题，使创意想法升级为成熟的商业模式。

孵化器和加速器聚焦初创企业的孵化，在初创企业的发展过程中，孵化器聚焦于萌芽期、推广期以及市场有效性检验期，加速器则主要关注企业商业化以及快速增长期。

目前国际市场上具有代表性的加速器有Tech Stars，500 Startups，DreamIt Ventures，Angel Pad等。

众创空间

众创空间是利用特定资源帮助主体实现商业目标的半开放式空间。

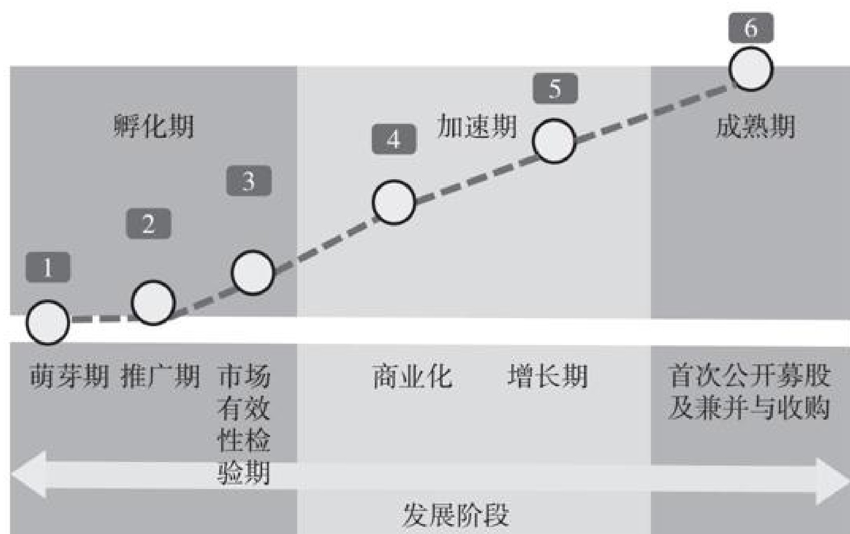


图3–16 加速器与孵化器对应的企业发展阶段

数据来源：IKMResearch

早期孵化器采取不收取租金或者只收取少量租金的模式，孵化战线拉得过长，运营成本较高，孵化机构缺乏持续发展的动力。与孵化器模式不同，众创空间作为新型创业服务平台的统称，目的是为创业者提供帮助和服务，以培训为主要服务方式。众创空间侧重于培训，许多众创空间都是由训练营演变而来的，或者本身这个服务平台即带有训练提升的性质。众创空间是一个从政策中衍生出来的概念。

众创空间、孵化器、加速器等形式的孵化载体均是由孵化概念衍生

出的系列发展形态，可以根据企业发展阶段与企业入驻门槛等进行资源组合。

共享办公空间

共享办公空间概念起源于共享经济，是企业为降低办公成本，与他人分摊使用公共面积或其他类型服务的办公场地，主要收入来源是租金以及增值服务。与孵化器、加速器、众创空间不同的是，共享办公空间更多聚焦空间的共享性，孵化服务仅是共享办公空间可搭载的服务内容之一。共享办公经济包括共享办公空间（1.0模式）、初级联合办公空间（1.5模式）、专业联合办公空间（2.0模式）。

目前市场上绝大多数的共享办公空间还停留在共享办公1.0模式，主要为房地产型的共享办公空间，房屋租金收入是其主要收入，其他公共服务收入贡献值低。世界上最早采用灵活办公商业模式的企业是雷格斯。这家企业于1989年在比利时布鲁塞尔创立，专门为频繁出差的商务人士提供灵活的办公场地及服务，包括提供传真机、电话、复印机等办公设备。

共享办公型商业模式的建立需要具备以下条件：

市场存在对共享办公的需要。数据表明，在一线城市中，共享办公相比传统办公具有明显的成本优势。同一档次的办公场所，人均能够节省开支近30%，大约每人每年可以节省1万元。国内初创企业蓬勃发展，公司逐步呈现团队小型化和组织分布化趋势。大企业在不断尝试新业务的同时，也开始将共享办公作为传统办公空间的灵活补充。

共享办公提升了写字楼坪效。一线城市的传统写字楼，每平方米的坪效为4元，而同类型的联合办公空间均价是1　800元/工位，换算成坪效为12元，是传统写字楼的3倍。在入驻率相同的条件下，共享办公的盈利远比传统写字楼多。

共享办公1.0模式的可持续性发展空间不足。共享空间出现的重要原因是它能够降低企业的办公成本，而共享办公空间的平均工位租金成本远高于普通企业的办公成本，与企业的初衷相悖。此外，共享办公空间的商业模式简单、市场进入门槛低、可替代性强。共享办公空间开发商需要通过不停地获得租金低廉的场地来降低成本，而低价拿地的方式不可持续，与城市租赁市场中租金上涨的大趋势相矛盾。经济低迷时，企业对成本的控制更加严苛，同时，写字楼降价出租的情况更为频繁，企

业的市场选择更多，共享办公空间的优势不再。

初级联合办公

初级联合办公空间是共享办公1.5模式，是共享办公空间与专业联合办公空间的过渡阶段。其空间的服务性与共享性更强。

为改进共享办公1.0模式的不足，使除空间以外的共享服务内容受到重视，初级联合办公提供了较共享办公空间更为复杂的企业服务，同时通过社区空间活动打造入驻企业之间的联系网络。目前市面上常见的WeWork、优客工场等均是初级联合办公。初级联合办公尚未形成联合办公特色生态圈，目前市场进入门槛仍较低，空间服务内容区分度与专业度不足，市场竞争激烈。

专业联合办公

专业联合办公空间是对共享空间的优化，是共享办公2.0模式。专业联合办公空间是在满足办公空间需求的基础上搭建的体系化办公服务，具有联合办公的独特生态。

表3–8 2017—2018年，中国初级联合办公市场竞争激烈

企业	事件
WeWork中国	2017年8月，WeWork获得软银、弘毅资本的5亿美元融资，成立WeWork中国分部 2018年4月12日，WeWork宣布以4亿美元收购裸心社，进一步加速拓展在华业务 2018年7月26日，中国WeWork获得由挚信资本、淡马锡控股、软银集团、软银愿景基金及弘毅投资领投的5亿美元B轮融资 2018年，WeWork进一步扩展中国市场，进军北京、上海、杭州、深圳、广州、苏州、南京、成都等地
氪空间	2016年初，氪空间从36氪拆分并独立运营，正式转型为联合办公 2018年1月，氪空间新增签约面积15万平方米 2018年1月，氪空间完成半年来的第三笔融资——6亿元的Pre-B轮融资，成为当时中国联合办公领域最大的单笔现金投资 2018年6月1日，氪空间公布全新标志，专注联合办公空间 截至2018年6月，氪空间在中国内地已覆盖北京、上海、广州、杭州、南京、武汉、天津、苏州、成都、厦门、合肥等11个城市，运营40多个联合办公社区，管理的办公面积超过20万平方米，工位数量超过35 000个，服务企业数量超过3 000家
优客工场	2017年9月23日，中国联合办公领域的两大品牌“优客工场”和“方糖小镇”正式宣布达成战略合作意向，双方将互换部分股份，并成立新的合资子公司 2018年1月3日，优客工场完成对洪泰创新空间的全资并购 2018年3月9日，完成对无界空间的并购 2018年3月26日，与Wedo联合创业社联合发布消息，即将完成合并 2018年6月8日，优客工场宣布完成C+轮融资，由山东国惠与丝路华创进行战略投资，估值110亿元
梦想加	2018年3月底，主打智能办公的联合办公品牌“梦想加”宣布完成总规模3亿元的B轮系列融资。5月，梦想加空间一举签下位于北京建国路86号的佳兆业广场共7层、1万多平方米的项目，刷新了北京CBD（中央商务区）区域的联合办公场地纪录

数据来源：网络公开数据，IKMResearch

专业联合办公的专业性体现在服务与品牌附加值上。与共享办公空间相似，专业联合办公的重要发力点不在于孵化本身，而在于解决办公服务需求，包括企业财务、法律等专业顾问服务。专业顾问服务以及专业联合办公空间对自身品牌的搭建，使其服务的共享性特征更加明显，办公空间成为其他专业服务都可以共享的主要接口。

专业联合办公是升级型共享办公的发展目标，目前，专业联合办公空间仍较为稀缺。

其他

不同于国外孵化机构的发展模式，目前，中国市场上的孵化载体主要有以上6类。未来还将会出现更多新兴类型，这些孵化机构在职能上与孵化载体大致相同，只是在组织形式上略有差异。随着行业的整合，

从业企业的业务模式逐渐完善，孵化载体的变形仍将持续。

3.6 中国的孵化迎来最好的发展机遇

中国孵化机构的发展经历了三个阶段：探索发展阶段、蓬勃发展阶段、迅猛发展阶段。第一次创业潮和第二次创业潮时，中国尚未形成资本市场体系，孵化处于萌芽状态。在第三次创业潮的中后期，资本市场体系进一步完善，本土创投进入快速发展期，孵化机构蓬勃发展。第四次创业潮时，中国的孵化发展第一次跟上创业潮的脚步。

经历了孵化发展的萌芽期，再到孵化的快速发展期，目前孵化发展已经进入充分发展阶段，处于第三阶段的关键时刻。

创业孵化的外部环境正在发生快速变化

中国是全世界最大的发展中国家，中国的外部环境已经发生了质的变化，大有超越美国成为全球第一大经济体的趋势。2018年，中美贸易摩擦不断，国际基金组织预测贸易摩擦甚至可能使中国GDP增速降低1.6%。

2018年开始，全球迎来自2015年以后最大的裁员潮。据IKMResearch的不完全统计，仅2018年11月—2019年1月，全球各公司的裁员人数就超过30万人。2008年金融危机无裁员记录的企业以及独角兽企业也未能幸免，全球企业正在面临新一轮的考验，孵化的环境也正在发生快速变化。

第一次与创业潮同步发展，中国孵化仍处于试水期

前三次创业潮时，创业者凭借自身拥有的资源与能力开创天地，但在产业链不断闭合的环境下，创业门槛不断提高，创业变得越来越困难。前三次创业潮时，创业者直接创业的资源成本低，孵化在探索阶段所发挥的作用有限。但随着资源的不断沉淀，孵化所需的条件不断完善，孵化可发挥的空间开始显现。在第四次创业潮时，孵化机构与企业同步发展，逐渐摆脱了过去模仿国外孵化机构发展的模式。

从政府主导孵化再到民间力量进入孵化市场，中国的孵化发展一直

受到政策支持，这是中国孵化最大的优势。过去10年的高速发展和成果，为下一个10年提供了精神与物质、文化与制度的保障。但是，中国的孵化不局限于体制外的孵化机构，在企业内部同样存在具备孵化功能的组织。蚂蚁金服、微信等体制内的孵化成果是世界范围内都难以复制的项目。

无论是体制内孵化或是体制外孵化，是否能够诞生独角兽企业均是衡量孵化成果的重要指标。截至2019年7月，中国拥有94家独角兽企业，成为世界上独角兽企业数量仅次于美国的国家。

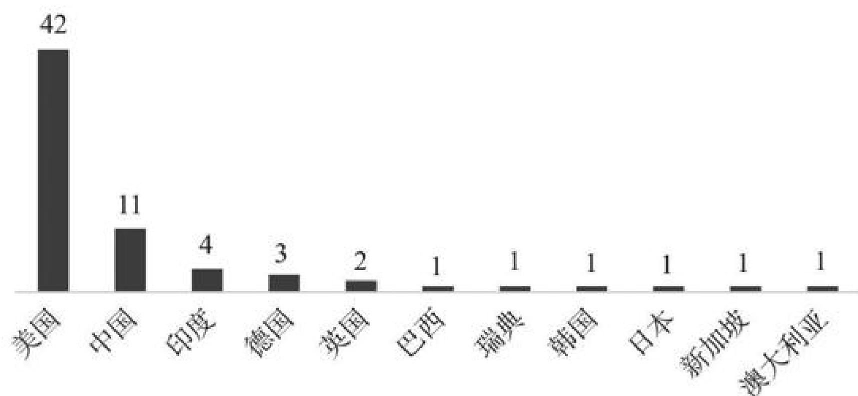


图3–17 2019年，全球68家新诞生的独角兽企业的分布情况

数据来源：CBInsight，IKMResearch，2019.8

优质的孵化环境使独角兽企业的培养优势逐渐显现。目前中国正处于第四次创业潮时期，在人才、资本、经验等方面均已经有了更深的沉淀。全球独角兽企业的竞争才刚刚开始，中国创新孵化方兴未艾。

3.7 中国的孵化仍处于探索初期

第一家科技企业孵化器诞生至今，中国的科技企业孵化器已深耕创业服务领域30年。孵化器从无到有，从单一到多元，从城市到乡镇，从武汉到北京、上海、深圳等城市，逐步覆盖全国各地。在第一次创业潮接近尾声时，中国出现了第一个孵化器，而到2018年，由火炬中心统计的众创空间已达6 959家、科技企业孵化器4 849家、企业加速器500余家。截至2018年，在孵的科技型中小企业达62万家，在孵企业总收入7 554.33亿元，累计毕业企业13.9万家。各种孵化载体已培育高新技术企业超过1万家，累计帮助至少4万家企业获得风险投资，毕业后上市（挂牌）企业将近3 000家。

当下中国正处于发展的关键时刻，肩负着时代创新的重任。社会分工不断细化、专业化，各个产业链不断发展完善，形成产业链闭环。《财富》杂志曾指出，日本、欧洲的中小企业，平均寿命最长的为12.5年，美国为8.2年，而中国仅为3.7年。美国大企业的平均寿命不足40年，而中国大企业的平均寿命仅为7~8年。美国每年倒闭的企业约有10万家，而中国约有100万家，是美国的10倍。不仅企业的生命周期短，能获得成功的企业更是寥寥无几。

在日本，历史超过100年的“长寿企业”已突破2.1万家，历史超过200年的企业有3 146家，为全球最多，更有7家企业的历史已超过1 000年。排名世界最长寿企业前三名的均为日本企业。具有超过200年历史的长寿企业在欧洲（德国837家、荷兰222家、法国196家）也不少。就连建国仅200多年的美国，具有百年历史的家族企业也达到了1 100家。而在中国，经营历史超过100年的企业只有17家，经营历史超过150年的企业仅有14家。

中国孵化正面临着前所未有的创新压力，需借鉴海外老牌发达国家的经验，继续探索和实践有中国特色的孵化发展之路。

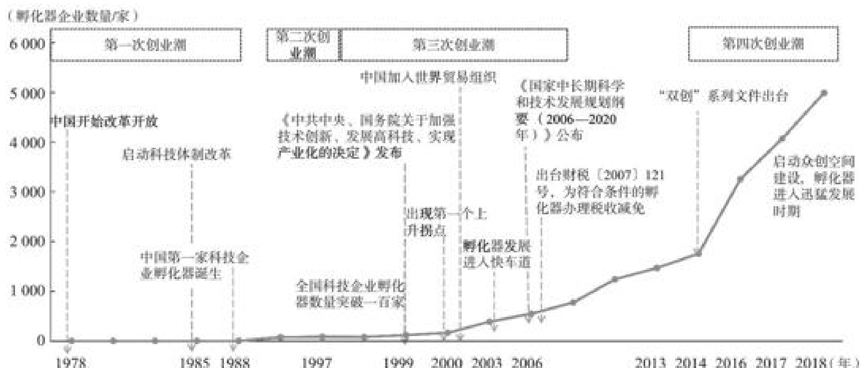


图**3–18** 中国的创业潮与孵化同步发展的历程

来源：IKMResearch

---

[1] 一般研究认定的体制内孵化与体制外孵化，主要是从孵化器投入的主体角度以及政府与非政府投入的角度进行划分的，中国孵化器的投入主体从最初单一的科技部门发展到目前的多元化机构。1987—1997年，中国大部分企业孵化器是由政府部门主办的，即科委和高新技术产业开发区，前期以省、自治区、直辖市的科委为主，后期以高新技术产业开发区居多。投入的方式是政府直接进行资金拨付或贷款，用以建设孵化基地、设施，购置设备和人员培训等，这种形式多为体制内孵化。随着近年来中国科技企业孵化器投入模式向多元化的方向发展，除单一的国有企业投资孵化器，还有民营企业投资，高校为主导的孵化器，及国际组织参与创办的孵化器等。企业孵化器的投入模式，从原来单一的政府投入型逐渐向多元投入模式发展。

第4章

中国现代孵化面临的挑战与机遇

从机械革命、信息革命、两次科学革命到三次技术与工业革命，不论是英国、法国、德国、日本还是美国，都是靠抓住某次关键的产业革命机遇而成功崛起，最终成为世界科技与经济强国的。

在新旧推动力的作用下，中国前三次创业潮取得了世界瞩目的成就。第四次创业潮时，创新影响的效果有限，中国未来的经济发展需要依靠创新，更需要孵化的激励。第四次创业潮与孵化热潮同步发展，是一次罕见的历史实践机遇，肩负着走出独立自主的中国特色孵化之路的时代重任。

4.1 中国现代孵化正处于开端时期

中国是全球最大的发展中国家，发展的道路上仍存在诸多的不和谐现象。中国是全球第二大经济体，然而人均GDP却低于世界平均水平，原有的发展动力难以为继，迫切需要利用创新解决现有的发展难题。

从人均GDP 155美元发展至人均GDP突破10 000美元，中国用40多年的时间，完成了发达国家几百年才完成的工业化和城镇化历程。但人才积累与技术沉淀等孵化需要的重要资源尚未跟上发展速度。中国孵化经过30余年的发展仍处于起步阶段。

中国过往孵化的人才缺口大。1989年3月，国家科委在广州举办首届创业中心主任国际培训班，为中国培养了第一批企业孵化器管理人员。2018年，孵化人才缺乏的问题已经得到极大改善。截至2018年底，中国孵化器管理机构从业人员共计72 953人，全国各地孵化器管理机构从业人员平均为2 279人。全国众创空间服务人员数量达到14.54万人，平均每家众创空间拥有21.6名服务人员，远远超过海外同期运营团队的水平。

创新存在复杂性与不确定性的问题。创新既是技术发展的过程，也是社会发展的过程。而促使创新实现的各种条件和结果之间存在非必然联系。在偶发性、不确定性因素的作用下，大众难以对创新形成系统性的认识。对系统化、全面化创新的研究匮乏，限制了孵化从业者更好地了解创新、了解孵化、实践孵化。历经多次创业潮的洗礼，全世界在孵化方面已经有了更多经验与技巧。

现代孵化大幕已经开启，中国已经成为全球孵化载体数量最多的国家。科技部火炬中心数据显示，2018年，全国纳入科技部火炬中心统计范围的孵化器及众创空间数量为11 808家，其中科技企业孵化器4 849家，比2017年增长19.2%，在孵科技型中小企业62万家，累计毕业企业13.9万家，毕业企业累计上市（挂牌）数量达3 870家。国家13个部门联合印发了《制造业设计能力提升专项行动计划（2019—2022年）》，还将支持全国打造200家以上的国家级工业设计中心，创建100个左右的制造业设计培训基地。

4.2 中国现代孵化面临内外多重考验

中国孵化未来将面临多重挑战。中国长期在“微笑曲线”[1]的底端奋力拼搏，希望努力突破附加值最低的制造环节，跻身附加值最高的研发和销售领域。处于微笑曲线底端与缺乏核心创新能力有关，越是依赖人口资源、环境资源的投入，经济的发展就越不具有可持续性。科技创新能力不强，成为高投入、低效率循环的源头。中国发展面临的不平衡、不协调、不可持续问题越来越突出，人口、资源、环境压力越来越大，拼投资、拼资源、拼环境的模式已经走不通。

过去，中国的劳动力资源丰富，劳动力成本低，靠着先进的技术和管理就能将其迅速变成生产力。而现在，人口老龄化问题愈发突出，劳动年龄人口下降，农村富余劳动力减少。

同质化问题严重，整体创新能力不强

我国科技对经济增长的贡献率远低于发达国家的水平，面临“阿喀琉斯之踵”问题，孵化是解决阿喀琉斯之踵问题的有效途径之一。然而，中国式孵化仍处于发展的初期阶段，同质化问题使孵化的内部生存环境恶化。

同质化问题体现在孵化载体的竞争上。中国创新孵化载体的数量和规模已位居世界第一。中国式创新孵化机构仅仅在过去10年的时间内就增长了5倍。

截至2018年底，众创空间数量已增加至6 959家。各地政府积极进行众创空间的建设，未来众创空间的数量仍将进一步上升。

根据IKM不完全统计，中国的孵化载体数量已超过2万家。美国的孵化载体数量约为3 000家，企业孵化器750多个。中国的孵化载体内部竞争压力巨大。

表4–1 各地政府对众创空间的规划

城市	计划完成时间	计划建设的众创空间数量
武汉	2020 年	超 100 个
苏州	2020 年	超 300 个
重庆	2020 年	超 1 000 个
杭州	2017 年	市级 60 个以上
广州	2020 年	150 个
长沙	2017 年	超 100 个
温州	2018 年	市级 70 个以上

数据来源：科技部官方网站，IKMResearch

同质化问题还体现在孵化载体的专业服务能力上。目前，孵化载体提供的服务包括基本服务和专业服务两大类。基本服务为办公空间等，专业服务则包含孵化载体的社区运营、办公管理等客户体验服务。统计表明，50%以上的孵化器能提供19项服务。这19项服务中，有10项属于基本服务，另外9项属于专业服务。

表4–2 孵化载体的服务内容

服务项目	提供该服务的孵化器占比	服务项目	提供该服务的孵化器占比	服务项目	提供该服务的孵化器占比
水、电齐全的场地	95.30%	技术对接与转让	69.30%	设备租用	48.80%
安全保卫	92.10%	法律与知识产权	66.10%	职称评定	47.20%
会议室	89.80%	风险投资	59.80%	人事档案保管	44.10%
电话、穿着、复印与印刷	89.00%	财务管理与会计	59.10%	特殊供电系统	42.50%
代办企业注册	86.60%	接待 / 电话应答	58.30%	秘书服务	36.20%
邮政信箱	83.50%	销售与市场开发辅助	57.50%	仓储服务	35.40%
高速互联网接人	82.70%	种子资金	56.70%	实验室	34.70%
协助获得银行贷款	74.80%	健身等文娱设施	55.10%	产品开发	33.10%
餐饮	74.80%	税收返还	51.20%	出口辅助	30.70%
商业计划辅导	69.30%	提供短期资金贷款	49.60%	计付税款	22.80%

数据来源：《孵化运营与商业模式研究》，IKMResearch

同质化问题最终反映在项目的筛选能力上。以输入法为例，根据App Annie数据，截至2018年10月，仅输入法应用程序中国就有超过600个项目。

庞大的市场带来了参差不齐的消费需求，同类型企业一直处于激烈的竞争状态，跟风创业、跟风孵化成为孵化行业常见的现象。市场乱象丛生的最根本原因是中国孵化缺乏创新，存在创新能力不足的问题。

在孵化载体市场中，专业化服务是构建孵化载体核心竞争力的关键因素。市场提供的专业服务竞争力不够，归根结底还是孵化载体自身的创新能力不强。

外部：中国孵化发展面临不确定性

中国孵化面临的外部挑战增强，人口红利即将消失。即使是最乐观的估计，在未来7年内，中国每年的出生人口也将下降到1 000万以内，进入漫长的人口负增长时期。

在劳动人口数量连续7年下降后，中国就业人口总量已经迎来由升转降的拐点。

老年人口数量快速增加，随着社会医疗水平的进步，超长寿命人口比例也在快速上升。

此外，适龄群体结婚生育的意愿快速下降。从2013年开始，中国的结婚率逐年下降，2018年只有7.2‰。1990—2017年，我国育龄妇女平均初婚年龄推迟了4.3岁，从21.4岁提高到25.7岁。

2019年，中国人口出生率降至10.48‰，全年出生人口1 465万，比上一年减少58万。从老龄群体、中间年龄群体再到新生幼儿群体，人口危机是中国未来必须面对的问题。

在多重因素的作用下，中国新登记企业的增速放缓。

2018年，中国新增10 000多个孵化载体，这相当于过去26年中国孵化载体数量的总和。孵化器的发展速度大有赶超创业者增速的趋势。市场上僧多粥少，数量庞大的孵化机构面临严峻的挑战。



图4–1 2012—2018年，中国新登记企业数量

数据来源：IKMResearch，2019

科技进步驱动世界格局和人类发展产生变革

科技领域取得的重大突破极有可能重塑全球经济结构，使产业和经济竞争的赛场发生变化。

集群式技术的发明使生产力提高，促使第一次工业革命出现。20世纪以来，科技—产业—制度创新的互动发展机制形成，新技术革命催生了“一超多强”的世界科技强国新格局。电子管、晶体管、超大规模集成电路、大型计算机、个人计算机、智能终端、互联网的发明，有力地推动了信息技术产业的发展，将人类带入数字化、信息化时代，使规模空前的第三次工业革命产生。

历次产业革命的出现都要具备一些条件：一是有新的科学理论作基础，二是有相应的新生产工具，三是形成大量新的投资热点和就业岗位，四是经济结构和发展方式发生重大转变，五是社会生产活动方式有新的重要变革。这些要素都在加快积累，未来的产业格局将发生变化。借助孵化调整科技发展的状况，并形成新的规模化经济效益，是构建国家核心竞争力的有效途径。

科技组织模式的改变使技术的时效性缩短

科技的发展使外部环境快速变化，这种由科技带来的变化正在加速。科技创新活动中的模式创新越来越多。创新的组织模式不断发展，技术更替的周期越来越短。

在经济全球化的大背景下，创新资源在世界范围内加快流动，各国经济与科技的联系更加紧密，任何一个国家都不可能靠自己的力量解决所有创新问题。创新要素更具开放性、流动性，开放式创新成为趋势。开放式创新主要体现在以下三方面：创新对象持续增加，从技术创新扩展到产品开发、商业模式、服务等多领域；创新方法不断成熟，公司内外部创新合作的范围更加多元，除将外部技术引入公司内部的输入型创新以外，将内部资源活用于外部渠道的输出型创新比重不断增加，如黑客马拉松、创意马拉松、企业风险资本、企业孵化器、企业加速计划等。创新意识升级，企业、大学、研究机构、政府等多方主体共同参与。

开放式创新已经从最初的软件开发领域扩展到了生物制药、汽车制造乃至服务业，成为各个企业提升创新能力，提高创新成果质量的实践方式。例如，宝洁于2001年设立了Connect＋Develop项目，与政府和企业等合作伙伴分享研发技术和消费者心理、营销等相关知识，共同改进现有产品配方或推出新产品。

小企业逐渐成为大企业开放式创新的重要合作伙伴，以及创新网络的关键一环，双方的合作形式多种多样。可口可乐、谷歌等行业巨头纷纷设立创新加速器项目，培育数字化领域的创业企业；思科创立了风险投资基金，专门投资在网络领域开发出具有颠覆性产品的初创企业；联合利华通过开放式创新中介Yet2.com，公开公司的技术难题及需求清单，在全球范围内向小企业和创新者征集合适的技术；美国的一家大型教育出版集团与开发“适应性学习”工具的创业企业签订合作研发协议，共同开发数字化教学材料。

科技创新学科与领域的边界日渐模糊，基础研究、应用研究、高技术研究的边界逐渐被打破，科学理论创新与技术创新相互促进，呈现交叉汇聚的发展态势。从科学研究到技术应用的周期越来越短，巨磁电阻效应从被发现到成功应用于硬盘，仅用了8年时间。此后硬盘容量发生了质的飞跃，很快实现了从MB向GB、TB的跃升。

要进一步深化国际交流合作，充分利用全球创新资源，在更高的起

点上推进自主创新。

投资达上百亿美元的“国际热核聚变实验堆计划”汇聚了中国、欧盟、印度、日本、韩国、俄罗斯和美国等国家和地区的资源。

范式转变的频次增加，从执行方向到执行者再到管理者，创新组织层次不断发生变化，跨学科、跨领域再到跨地区的多维度转变也在不断发生。

科技发展改变消费习惯，行业迭代

如今，科技与人们的生产生活紧密地融合在了一起。科技成果往往最早应用于民生类领域，导致消费者的消费习惯发生改变。人们的需求不断升级，需求升级的背后，是科技的迅速发展。以针织行业为例，尼龙合成技术的突破使人们开始使用棉花或者羊毛以外的面料，面料的选择范围大大扩展，促进了针织行业的发展。

科技使人们的衣食住行更方便、简单、舒适，从而影响了消费行为。移动互联网技术的普及，衍生出了诸如移动支付、网购、网上订餐、即时通信、网约车等新业态、新模式，这深刻地改变了人们的生活，给人们带来了极大便利。

科技为生活带来的便利性与舒适性使相关行业及其技术有了广阔的发展空间。

四次创业潮时，不同行业的发展高峰期交替出现，孵化的外部环境迅速变化，这正是科技发展推动外部环境变化的最有力佐证。四次创业潮时，主流行业都以技术的突破作为支撑。

技术的积累式突变迅速地改变了外部环境，打破原有状态。第一次创业潮时，零售行业兴起，交通运输业、住宿行业、餐饮业得到发展。第三次创业潮时，传统零售市场受到挤压，进入稳定的行业发展周期甚至衰退周期，电商行业快速蚕食传统零售市场的份额，并且带动了快递行业、网络红人行业等周边经济。第四次创业潮时，电商行业增长乏力，新零售、无人商店等多种模式的零售业态出现，行业开始进行新模式的探索。物联技术是推动新零售、无人商店等新模式兴起的关键技术力量。

科技的快速发展推动了行业的周期变化。2018年，《财富》杂志对《财富》世界500强企业建立的时间进行了统计。

零售、电信行业受科技的影响而快速崛起，诞生了沃尔玛、苹果等优秀企业。一般来说，新兴技术从诞生到投入市场化应用的周期包括：技术萌芽期、期望膨胀期、泡沫谷底期、稳步爬升期、生产高峰期。部分处于泡沫谷底期的技术逐渐被淘汰。

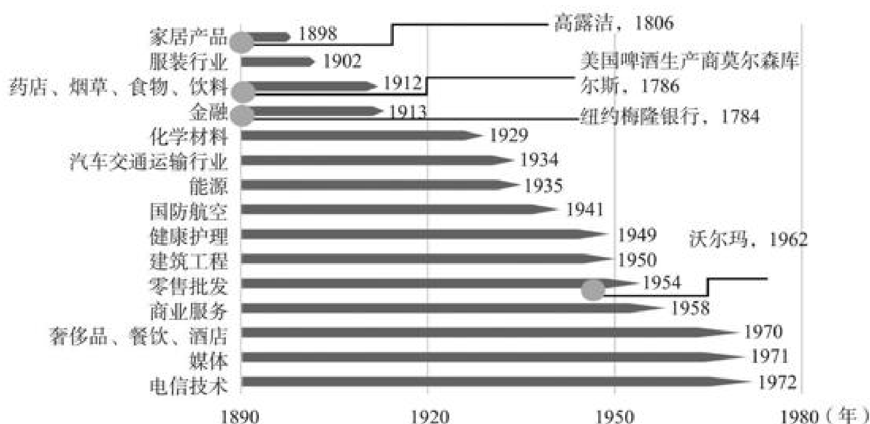


图4–2 《财富》世界500强企业所在行业建立的时间与企业建立的时间

数据来源：《财富》杂志，IKMResearch，2018

表4–3 新兴技术从诞生到投入市场化应用的周期

时间	技术萌芽期	期望膨胀期	泡沫谷底期	稳步爬升期	生产高峰期
2014年	数据科学、数字化安全、虚拟个人助手、智能工作环境、互联家庭、3D（三维）生物打印系统、智能机器人、情感计算、生物芯片、规则分析、生物声学感应、量子计算、立体和全息显示、神经商业	智能顾问、自动驾驶汽车、语音翻译、物联网、自然语言问题应答、可穿戴用户界面、消费级3D打印、数字货币、复杂事件处理	内存数据库管理系统、内容分析、混合云计算、云计算、近场通信、大数据、增强现实、机器间通信服务、移动健康检测、虚拟现实	内存分析、手势控制、企业级3D打印、3D扫描器、消费级车载互联系统	语音识别

时间	技术萌芽期	期望膨胀期	泡沫谷底期	稳步爬升期	生产高峰期
2015年	公共数据科学、虚拟个人助理、可判断人类意图的技术、面向器官移植的3D生物打印系统、智能机器人、情感计算、互联家庭、物联网平台、生物芯片、数字化办公、智能微尘、生物声学传感、量子计算、立体显示、神经商业	具有自助服务交付功能的先进分析技术、语音翻译、机器学习、微数据中心、智能顾问、无人驾驶汽车、物联网平台、可穿戴技术、加密货币	混合云计算、加密货币交换、自主野战汽车、消费级3D打印、自然语言问答系统、增强现实、虚拟现实	手势控制、企业3D打印	
2016年	情境经纪、数据经纪人、个人分析、智能工作空间、虚拟个人助理、智能数据挖掘、情感计算、商用无人机、物联网平台、智能微尘、4D（四维）打印、通用机器智能、神经形态硬件、量子计算、立体显示技术	机器学习、手势控制、微数据中心、智能机器人、区块链、互联家庭、认知专家顾问、软件定义安全、碳纳米管电池、无人驾驶汽车	自然语言问答、增强现实、企业分类及自然管理	虚拟现实	
2017年	增强数据发现、边缘计算、深度强化学习、神经形态赢家、5G（第5代移动通信技术）、数字孪生、会话式用户界面、智能工作空间、智能机器人、智能微尘、4D打印、通用人工智能、量子计算、立体显示	物联网平台、机器学习、商用无人机、智能机器人、虚拟助手、联网家庭、纳米管电子、认知计算、区块链、自动驾驶汽车	认知专家顾问、企业知识分类与知识本体管理、增强现实	虚拟现实	
2018年	生物科技、无人驾驶汽车、智能微尘、通用人工智能、4D打印、知识图谱、神经形态硬件、面向数据安全的区块链、边缘人工智能、自动驾驶L4、会话式人工智能平台、自动修复系统技术、立体现实、5G、量子计算、深度神经网络	智能机器人、智能工作空间、生物芯片深度学习碳纳米管电池、物联网平台、虚拟助手、硅阳极电池	区块链、互联家庭、自动驾驶L4、混合现实、智能织物、增强现实		

数据来源：Gartner，IKMResearch，2019

科技大发展形成了科技“投入—收益—反哺”的闭环

科技领跑收益模式，投资从中获得巨额回报。新技术的诞生与行业发展的周期直接影响社会财富分配。2017年，比特币收益率高达1 214%，显著高于其他类型的资产，这与数字科技领域的发展密切相关。

懂得利用技术的企业更容易占据市场的有利位置。美国500大品牌的总价值为32 897亿美元。其中，科技品牌价值9 770亿美元，占总价

值的近30%；银行和金融品牌价值3 071亿美元，约占总价值的9%；零售品牌价值2 793亿美元，约占总价值的8%；电信品牌价值2 107亿美元，约占总价值的6%；媒体品牌价值1 445亿美元，约占总价值的4%；化妆品和个人护理品牌价值1 207亿美元，约占总价值的4%。

1987年，沃尔玛耗资2 400万美元购买了全世界最大的私人卫星通信系统服务，通过语音、数据和视频通信将公司的运营联系起来。商店之间的通信变得更快，同时，超市培训以及库存控制成本大大降低。利用技术，供应链的管理不断得到提升与优化，最终奠定了沃尔玛在零售行业的领军地位。

科技投入的回报率惊人，资本进入其中，形成科技投入的闭环。根据普华永道《思略》第14期《全球创新1 000强》的报告，2018年，全球创新1 000强公司的研发支出总额上升了11.4%，达到7 820亿美元。2018财年，全球研发支出最高的1 000家上市公司的研发支出总额占到全球研发支出总额的40%。因科技的发展而获得回报的企业对研发越发重视。

4.3 科技进步导致孵化模式蜕变

科技进步导致孵化模式蜕变，孵化载体竞争日趋白热化

科技是导致孵化环境改变最为关键的因素。对科技进行持续性的投入，投资者能从中受益，形成科技投入—收益—反哺闭环，最终使得整个行业外部环境发生改变。

在孵化早期，内部孵化环境的变化是影响孵化的主要因素。受科技进步的影响，行业环境发生变化，这势必引起孵化环境的改变，最终导致孵化模式蜕变，外部孵化环境逐渐具有更大的影响。在此过程中存在三个发展状态。

第一发展状态：内部孵化环境起主导作用，外部孵化环境处于缓慢的变化过程中，科技正在积累。在此状态下，原有的孵化生态系统按照市场的选择，出现优胜劣汰的状况，形成三类生存情形。

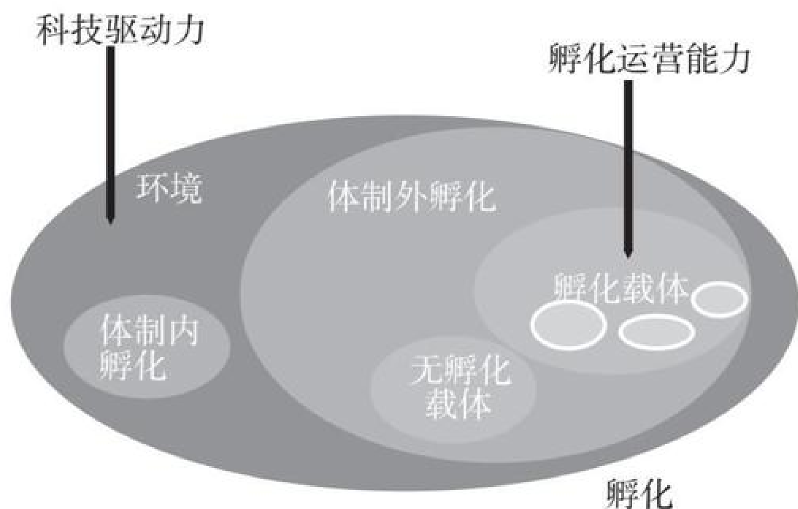


图4–3 孵化环境

数据来源：IKMResearch

第二发展状态：技术优势逐渐凸显，外部孵化环境影响增加，但小

于内部孵化环境的影响，内部孵化环境仍然占据主导地位。创新孵化载体维持着一定的成长速度，主要形成四种情况。

第三发展状态：技术搅局者出现，外部孵化环境对孵化的影响强于内部环境，原有的孵化模式受到冲击。

不同于西方发达国家的“串联式”发展过程——从工业化、城镇化、农业现代化到信息化。中国要想后来居上，赶超发达国家，就必须进行“并联式”发展，工业化、城镇化、农业现代化、信息化叠加发展。在“并联式”发展的过程中，孵化发展的三个发展状态共存，阶段式发展与并进式发展共存。

目前，这种蜕变正在发生。孵化器依靠房租差价、政府补贴生存，这样的方式无法适应孵化器行业未来的发展趋势。另一方面，大企业依托强大的资源资金优势迅速切入，海外孵化器更可以凭借丰厚的运营经验在中国布局。此外，WeWork并购裸心，优客工场收购洪泰创新空间等一系列重磅的资本动作也使行业的新一轮洗牌加速，百度前COO（首席运营官）陆奇加盟YC，整个孵化行业产生了新的格局。

第一发展状态：外部孵化环境缓慢变化，孵化的内部环境维持当下的竞争格局

第一发展状态的定义

第一发展状态是在孵化的内外环境中，外部环境对孵化的影响小，内部孵化环境占据主导地位。在此状态下，科技对外部环境的影响尚小，未能引发孵化机构的真正关注。孵化机构依照过往的孵化经验对初创企业进行孵化，帮助企业成长。

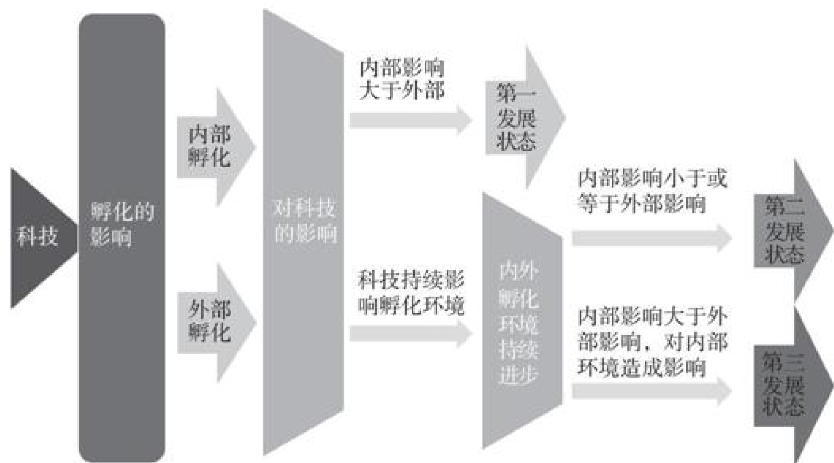


图4-4 创新孵化发展的三个状态

数据来源：IKMResearch

在此状态下，孵化生态系统按照市场的选择，出现优胜劣汰的状况。某些运营能力与技术布局能力强大的孵化载体脱颖而出，形成三类截然不同的生存状态。随着科技的不断发展，科技市场的需求不断扩大，高额的投资回报促使资本加大对科技的投资，外部环境的影响日益增加，并且这种外部环境发生变化的速度越来越快。

第一发展状态的特征

内部孵化环境对孵化的影响更大，由科技驱动的外部孵化环境，影响小于内部孵化环境，变化缓慢。

外部孵化环境的影响小，孵化整体处于平稳期，内部孵化环境对孵化的影响更大。孵化成功的案例增多，行业整体发展良好，孵化机构的吸引力较强，可以大量吸纳创业项目与人才。

处于孵化发展的早期状态，出现大量体制外孵化机构。

第一发展状态下的科技环境

1. 出现受到市场追捧的主流技术，并获得大量投资

主流技术应用市场火热，出现大量为主流技术市场服务的企业。在科技力量的推动下，外部孵化环境的影响日益增加，但是这种循序渐进

的变化，恰巧是在对孵化的研究预判中容易忽视的关键部分。中国绝大多数的体制外孵化机构均处于第一发展状态，容易忽视外部孵化环境变化给孵化带来的影响。

2.新兴技术对孵化格局的影响小于内部影响

第一发展状态下，无论是外部孵化环境还是内部孵化环境，新兴技术都在不断出现。但新兴技术尚不稳定，涌入其中的资源利用率不高，并未受到广泛的关注，无法获得稳定充足的回报，部分关注者丧失信心离场。

3.科技的宏观发展前景良好，时间紧迫

科技的宏观发展空间广阔，是第一发展状态下科技快速发展的前提。科技发展最快的阶段往往是战争阶段与物质极大丰富的阶段。目前，世界环境不稳定，同时，国内物质资源日益丰富。科技助推中国经济换挡升级，是实现经济从高速增长向高质量增长转变的强大引擎。

科技发展的时间紧迫，刻不容缓。

面对复杂多变的外部生存环境，各国正在加大对科技领域的投入。美国2011年推出“美国创新战略”；欧盟2014年正式启动“地平线2020”科研计划；德国制定了广为人知的“工业4.0”战略；日本在2009年推出了“i–Japan战略2015”；中国亦制定了“中国制造2025”发展策略。

具有爆发力的孵化是指具备卓越的运营组织能力的优秀孵化载体。通过高效的孵化，具有爆发力的孵化能够最终实现盈利，拥有强大的孵化发展潜力。具有爆发力的孵化是整个孵化载体中的领先者，对孵化载体的运营具有重要的示范意义。孵化载体的爆发是有条件的，受到时间、空间、机遇等多方因素的影响。

具有爆发力的孵化特征为孵化的转化效率高，并且优质的孵化能够顺利转化为企业的财务回报。较高的运营组织能力是孵化效率高的根基，也是孵化载体能够进入全球顶尖梯队的决定性因素。

（1）中国的孵化载体不属于世界领先水平

当前，中国已经存在上万家孵化载体，但尚未出现能够跻身全球孵化载体第一梯队的孵化载体。

从孵化成果上看，中国没有孵化出全球瞩目的创业项目。截至2019年，全球排名前10的独角兽企业中有4家来自中国，包括蚂蚁金服、字节跳动、滴滴出行、陆金所。这4家顶尖的独角兽企业，没有一家是从

中国的孵化载体中孵化出来的。

从孵化效率上看，截至2018年末，从全国科技企业孵化器毕业的企业已累计约14万家，但真正在创业早期进行孵化，并成为明星项目的企业屈指可数。约14万家毕业企业中，上市企业也仅有3 000余家（包括A股主板上市企业、新三板上市企业以及海外上市企业）。此外，国家还对孵化载体提供了系列税收减免、土地使用等优惠政策。但将社会投入与社会产出进行对比，中国的孵化效率并不高。

当前全球科技竞争加剧。中国的科技水平在某些领域已经达到国际领先水平。未来，随着中国市场与目前全球最大的消费市场——美国之间的差距缩小，创新创业的发挥空间将更大。

世界孵化载体市场已经出现如Y Combinator（YC）这样的第一梯队孵化载体，中国也一定将诞生具有本土特色、能够获得全球认可的第一梯队孵化载体。

（2）孵化运营的核心是加强产品的核心竞争力

孵化载体要想具有竞争力，就需要在运营组织能力、盈利能力、孵化效率等方面具有亮眼的表现。其中，运营组织能力是最为核心的组成部分，直接影响孵化质量的高低。

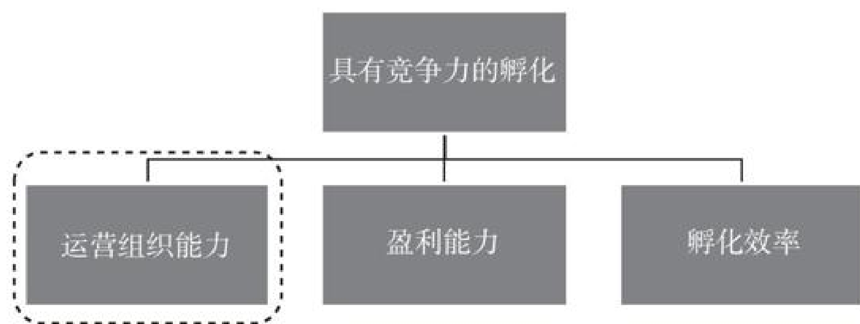


图4–5 具有竞争力的孵化需具备的特点

数据来源：IKMResearch，2020

盈利能力是企业获取利润的能力，是企业经营的主要目标，直接关系孵化载体的长期生存问题。孵化载体可以通过股权融资、举债借款等多种方式维持企业的现金流，但从长远发展的角度来看，能使企业走得更远的仍是自身的盈利能力。

孵化效率是最终决定孵化载体是否能够达到优秀状态的重要评判标准。尽管成功孵化出优秀的项目对孵化载体来说非常重要，但是更重要的是，孵化载体控制孵化的能力。只有在充分对入孵项目数量、成功孵化企业数量、孵化资源投入情况、孵化产生的效益等做出综合评价的情况下，才能够对孵化的质量做出总体评价，最终体现孵化作为一款产品的价值。

运营组织能力是孵化载体的生命源泉。要成为一家具有竞争力的孵化载体，最重要的是加强产品的核心竞争力，做强产品。

能否做强产品与三个要素有关：技术深耕、创新、风险管理。

做强产品的第一要点在于技术深耕。孵化器的本质是孵化实力，而并非其他东西。在孵化的各个环节里，孵化技术是孵化挑战中的决胜要素，也是最艰难的环节。孵化在日益变化的形势中不断求索，洞悉内外环境和市场变化，聚焦突破重点领域和关键环节的技术瓶颈与制约，深耕技术，初创团队的核心技术能为孵化器和初创企业日后成功创造经济价值链减少障碍和奠定基础。

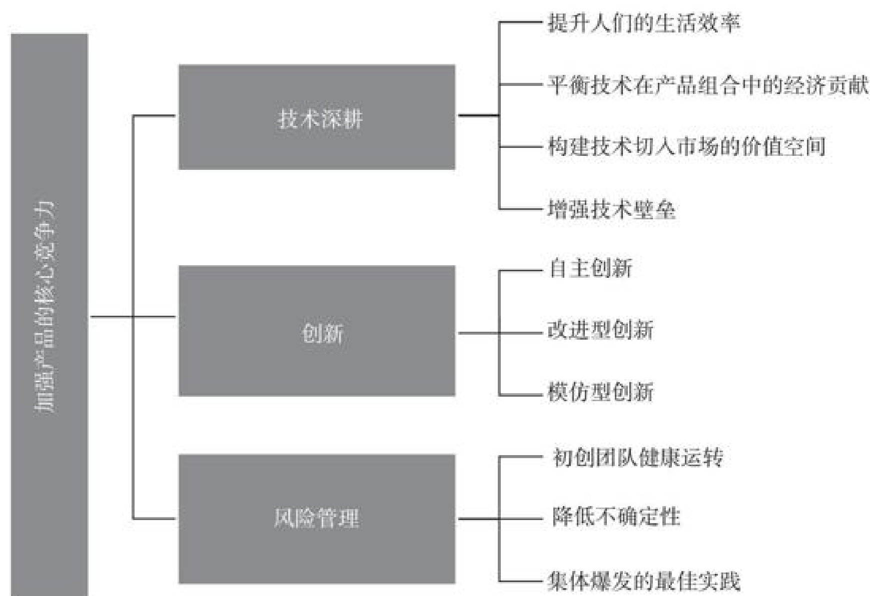


图4–6 孵化“智造”环节的核心在于加强产品的核心竞争力

数据来源：IKMResearch，2020

在技术的孵化运营中，技术的深耕重点集中在以下四个方面：①提

升人们生活的效率；②平衡技术在产品组合中的经济贡献；③构建技术切入市场的价值空间；④增强技术壁垒。提升人类生活的效率是深耕技术的出发点，只有做到了这一点，孵化出来的产品才具备被市场成功接受的可能。在深耕技术的过程中，孵化载体需要对技术在产品组合中的经济贡献做出平衡，避免科学家或技术人员出身的创业者们，受到技术思维的局限而忽略产品与场景及市场的结合。理想主义是创业者的葬礼，“伟大”的、“理想”的产品设想需要在产品组合中找到相对准确的定位。对于新技术，要谨慎选择和孵化可进行市场化的技术，“最好的产品”“技术含金量最高的产品”不一定是“最有价值的产品”“最能被市场接受的产品”。产品在保持高品质的同时，还会面临严苛的市场检验和较高的风险，深耕技术、增强技术壁垒，能够为产品筑起重要的护城墙，抵御后来的竞争者。

加强产品核心竞争力的第二点在于创新，形成与他人不一样的特性。打造孵化产品的核心竞争力也需要创新。

创新包含三方面：①自主创新；②改进型创新；③模仿型创新。自主创新是一种原生的创新，也是难度最高的创新；改进型创新是一种渐进性的创新，包括对自主创新进行完善或进一步开发；模仿型创新是一种跟随型创新，具有清晰的创新导向，创新风险最低。从创新的技术含量上看，自主创新最强，改进型创新次之，模仿型创新最差。当前市场上所说的“痛点创新”“尖叫创新”“爆点创新”“单点创新”都属于改进型创新。模仿型创新是一种“微创新”，低门槛、低水平的创新更容易出现泛滥的情况，像共享自行车竞争中出现的赤橙黄绿青蓝紫等各种色系的自行车混战一样，最后留给城市的是大量废铁，同时对自行车产业链也造成了破坏。

加强产品核心竞争力的第三点在于增强风险管理水平，降低孵化失败率。创新是一件有风险的事情，增强风险管理的同时，也为创新创造了更多的安全空间。在孵化中，风险管理有最重要的三个内容：①初创团队健康运转；②降低不确定性；③集体爆发最佳实践。

具有爆发力的孵化的诞生是人为干预引导的结果，其存在是有条件的，需要具备高度紧张、高强度运转、高压的条件。初创团队的健康运转是降低风险的基础。组织的健康运转涉及不同创业时期的团队财务规划设计、团队项目执行与管理案例风险等。对于创新企业来说，创新成果意味着巨大的财富，同时也伴随着不可预测的高风险。通过降低不确定性，对现阶段未知的变数进行分析，转变为可知的变数，能够为成功

孵化提供有效的保障。它要求每一个成员全力以赴，团队内部要进行有效组织与协调。

（3）他山之石，可以攻玉：YC的经验值得借鉴

YC是世界上最成功的孵化器之一，成功孵化了爱彼迎、Dropbox（云存储软件）、Reddit（全球流量第四的社交新闻网站）和Quora（海外版知乎）等硅谷明星项目。据YC披露，截至2019年底，YC孵化的企业估值已经突破1 000亿美元，甚至高于高盛集团。

截至2019年底，YC已经孵化了1　926家初创企业，其中102家估值超过1.5亿美元。在这102家企业中，有19家企业的估值突破10亿美元，跻身独角兽企业行列，独角兽企业的占比达到了0.98%。

YC作为全球孵化载体的标杆企业之一，在运营、盈利、孵化效率上都对中国孵化有借鉴意义。

作为一家孵化器，YC在盈利能力方面有着不凡的表现。据Owler数据，截至2019年底，YC年收入达8　000万美元，远高于Techstars、500 Startups、Launchpad LA等硅谷同期的加速器机构。

YC的营业收入主要来源于两部分：①孵化投资资金退出；②投资基金管理费。数据显示，YC成功退出73个项目，其中退出金额最高的为自动驾驶初创企业Cruise，估值达到10亿美元。退出项目估值在5亿美元以上的有3家，估值在1亿~5亿美元的有6家，24家企业的估值集中在1 000万~5 000万美元之间，33家退出企业的估值低于1 000万美元。

截至2019年底，YC总共打理了5只基金，包括YC成长关联基金一期（资产规模1　000.5万美元）、YC成长型基金一期（资产规模7.16亿美元）、YC基金一期（资产规模1　050万美元）、YC基金二期（资产规模830万美元）、YCVC基金一期（资产规模8　000万美元），合计超过8.2亿美元。通常情况下，每年的基金管理费大概为资产的2%，YC每年的基金管理费即可达到1　600万美元。此外，基金盈利退出时，基金管理者还将进行盈利佣金提取。

投资成本、人员成本是YC最主要的运营成本，并且紧密围绕孵化运营的核心主旨。与当前国内大部分孵化载体的运营情况不同，YC的运营空间成本占比几乎为零。它不向企业提供场地与住宿，调整了部分孵化器重资本运营的结构方式，利用数字化平台Office Hour连接投资项目和导师资源，降低投后财务成本。

YC在最终的投资回报上维持了较高的水平。截至2016年（由于2016—2019年的大部分项目还没有退出，无法计算），每期投资的项目平均为50.8个。YC每期项目估值溢价比的均值约为60倍。去除奇点项目后，平均每个项目的估值溢价也接近10倍。这样的数字能够为YC带来较高的财务回报，即便没有像爱彼迎这种项目，YC通过小型并购等方式退出知名度相对较低的项目，也能够实现资本的自我造血。

维持YC高效率孵化的关键不在于高昂的资本投入。2010年以前，YC对目标入孵企业提供最高不超过20 000美元的种子资金。具体计算公式为：投资总额 ＝11 000＋3 000X；每个入孵项目可以获得种子资金11 000美元，根据合伙人数量对每人进行3 000美元的补贴，投资总共不超过20 000美元，YC占股7%。此后，YC不断上调种子基金金额，2018年的投资金额也仅为150 000美元。具体计算公式为：投资总额＝5 000＋5 000X，X为愿意参与此项目投资的YC合伙人的数量。对于特殊垂直领域的项目，YC会提供更大规模的支持。

表4–4 YC孵化资本的投入情况

	标准孵化	YC 生物孵化器	YC AI（人工智能）孵化器
投资金额	150 000 美元	500 000~1 000 000 美元	500 000~1 000 000 美元
占股情况	7%	10%~20%	10%~20%
孵化支持	提供 YC 校友网络、专家晚餐、路演、3 个月训练营，不提供办公场地	提供免费实验室、全球专家联系网络以及其他常规孵化的内容	机器学习专家共同办公、GPU 云计算实例资源
路演频率	1 年 2 次	未知	未知
申请方式	夏季训练营 / 冬季训练营	专属申请渠道	专属申请渠道

数据来源：YC官网，IKM Research

YC的高效率孵化正是建立在加强产品核心竞争力、做强产品的基础之上的。在YC高强度的3个月加速孵化过程中，入孵企业最大的工作就是集中精力，团队全身心进入产品核心竞争力塑造的状态。YC认为，在3个月的加速孵化期内，企业只需要践行3条原则：与客户沟通、塑造产品、实现健康。

在孵化训练过程中，YC通过搭建类似训练营的学校项目组织结构，由YC合伙人担任导师，直接负责初创企业的孵化，保证项目的孵化质量。

在技术方面，YC创始人团队中的4人有3人来自计算机技术圈，19名全职合伙人中还包括GMail的创始人保罗·布赫海特、Reddit的联合创始人卡特·马纳拉克、机器人科学家特雷弗·布莱克韦尔等充分理解产品的技术大师。截至2019年，官网数据显示，YC仅有31名全职员工，但吸引了全球一流的产品经理坐镇，向孵化企业提供产品化的基础指导，把握技术切入市场的时间与空间。

YC采用了不干扰团队运转，最大限度地激励团队创新自驱动力的策略，支持自主创新与改进型创新。在高强度、高度聚焦、高度紧张的环境下，YC激发了初创企业的创新自驱动力，使其具备不断创新的能力，能够实现下一次创新。

YC通过增强初创企业的风险管理，让企业充分实现健康发展，为YC的成功运营进一步护航。YC设置了专门的风险管理课程，教会企业存活下来。这些课程包括“如何避免企业死亡”“十八件导致企业失败的事情”等。对初创企业进行风险管理教育，分析企业失败的原因、项目失败的原因，从错误中学习，划定危险区域与范围，反过来也拓展了创新的发挥空间。

（4）海外孵化进军中国市场，效果不理想

中国创新孵化具有特别的生存土壤，尽管部分海外机构已经取得了优异成绩，在中国仍存在发展风险。2018年8月，YC正式进入中国，成立YC中国，但该项目在2019年11月21日关闭。

在考察入孵项目时，YC中国也同样坚持了YC超低录取率的标准。在超过1 700份申请中，仅有22家公司入选，录取率仅为1.29%。与YC硅谷总部的运营方式相似，入孵企业将会接触闭门分享、导师一对一交流、小组交流。

除了YC以外，Techstars、Plug and Play等海外孵化载体在中国也都遭遇了水土不服的现象，海外孵化载体的运营模式难以复制到中国。中国的创新孵化具有特殊性，海外孵化载体的运营模式需要不断适应本土环境，顺利实现“移植”。

海外孵化载体经历了循序渐进的发展过程。除了基础的种子基金投资金额变化外，YC的运营也正在持续进行调整。2011年，YC设置了种子基金Start Fund，提供150 000美元的可转化债券且上不封顶；2013年，提出SAFE（Simple Agreement for Future Equity，未来股权简单协议）替换可转债备忘录，帮助投资人和创业者之间实现公平交易——投

资者对公司进行现金投资，到未来某个特定事件（例如A轮融资）发生时才将投资转换为公司股票；2014年，对YC合伙人投资策略进行调整，推迟合伙人投资时间，保证孵化的公平性；2016年，开创临时合伙人制度，优化孵化导师资源；2017年，推出旗下第一个人工智能孵化器YC AI；2018年，推出第二个垂直孵化器YC Bio，面向尚处于实验室研究阶段的生命科学公司，专注孵化这类公司。此外，YC建立全球研究院开展科学研究活动，着眼于未来的技术布局。孵化形态的形成，需要时间的积累与完善。

（5）总结：时代的机会转瞬即逝，中国创新孵化要抓住这个机会

“没有成功的企业，只有时代的企业”，同样，没有成功的孵化器，只有时代的孵化器。时代的发展是迅速的，任何一个孵化器如不能跟上时代的步伐，就将面临被淘汰的命运。

通常，孵化载体要想实现爆发，需要3年以上的项目发展期，孵化载体有漫长的生长周期，YC同样经历了将近15年的市场检验。目前，中国的孵化载体已经落后于海外其他国家组成的第一梯队，中国急需加速追赶并实现反超。中国创新孵化需要把握当下的机会，为未来2~3年可能出现的顶尖孵化载体雏形做准备，蓄势待发。

1.具有生命力的孵化

具有生命力的孵化是指孵化载体成功找到契合自身优势的市场运营方式，并可在1～2年内实现独立自主经营的孵化。有生命力的孵化经过探索，已经初步找到满足市场需求的孵化方式，具有较强的商业管理能力。但在孵化发展的后期，这种平衡的状态将面临被打破的风险。

具有生命力的孵化的特征包括：

a. 孵化机构具备一项或几项特别的能力，能够实现供需平衡

其沟通能力、需求拆解能力、执行能力、学习能力、生态管理能力、领导力等某项或多项技能得到了较高的市场评价。根据IKMResearch的不完全统计，截至2018年6月30日，中国市场上已经实现上市的创新孵化载体数量大约为30家，主板上市的孵化载体主要集中在房地产行业，如东湖高新、张江高科等，近年来，新兴孵化载体则主要在新三板上市，包括创新工场、科技寺等。行业分类以科技推广和应用服务业、房地产业及其他服务业为主。

表4–5 已上市的创新孵化载体的不完全名单

代码	名称	上市类型	挂牌时间	行业分类	代码	名称	上市类型	挂牌时间	行业分类
600133	东湖高新	上证	1998	房地产开发与经营业	834636	莘泽股份（上海张江移动互联网孵化器）	新三板	2015	科技中介服务
870176	合肥高创	新三板	2016	科技推广和应用服务业	839893	科技众创（科技寺）	新三板	2016	其他服务业
835966	创新工场	新三板	2016	商务服务业	838756	宏福孵化	新三板	2016	科技推广和应用服务业
832968	东软股份	新三板	2015	房地产业	872038	帮实科技	新三板	2017	科技推广和应用服务业
300688	创业黑马	创业板	2017	商务服务业	837637	新基地	新三板	2016	房地产业
836090	创富港	新三板	2016	商务服务业	839820	赢家伟业	新三板	2016	商务服务业
871439	银江孵化	新三板	2017	其他服务业	834401	苏河汇	新三板	2015	其他金融行业

数据来源：截至2018年6月30日的数据，IKMResearch

b. 逐渐获得市场认可，已经拥有或即将拥有较稳定的现金流

具有生命力的孵化载体的市场地位逐步受到认可，已经实现或即将实现盈利，孵化载体有较稳定的现金流。具体体现在孵化载体的持续盈利能力、风险成本控制能力以及资金支持等评价指标上。根据IKMResearch的统计，截至2018年6月30日，中国已经上市的创新孵化载体中，大部分孵化载体的总市值在10亿元以下，平均毛利率在40%左右。

孵化载体的盈利能力与其运营模式相关，具有生命力的孵化载体的运营模式主要有以下几种类型：

（1）聚焦孵化功能的孵化载体

孵化器、加速器、众创空间均是聚焦孵化功能的孵化载体，是中国现代孵化发展的重要生力军，包括启迪之星、张江高科、创业黑马、腾

讯众创空间等。这些孵化载体的市场组织方式不同，各具特色。

表4–6 具有生命力的孵化的运营模式

机构名称	机构定位	组织结构	接纳与毕业标准流程	企业管理与经营战略	模式的可持续性
创业黑马	商业培训	线下课程培训＋氛围引导	高昂的培训费用及培训筛选条件	依托媒体宣传优势，打造“媒体＋培训＋社群＋活动＋服务＋投资”闭环	1. 媒体宣传优势，整合大量的媒体宣传话语权资源 2. 成熟的公关品牌培训
创新工场	孵化＋投资	空间＋导师＋投资	创业者沟通→投资方式对比→科学家入驻	投后管理（技术咨询）	1. 品牌效应强烈 2. 建立专业的投资管理形象
科技寺	创业者社区	创业者社区＋众创空间＋金融	目标领域入孵服务	工位服务＋金融咨询	创始人为核心连续创业者，深刻理解创业
苏河汇	创业服务	创业咨询服务＋天使投资	官方网站 BP 收集＋合作伙伴	WeWork+YC 模式	持续稳定的投资网络
上海张江移动互联网孵化器（莘泽股份）	服务＋投资	莘泽园区＋莘泽咨询＋莘泽投资	科技领域入孵申请＋审核	孵化管理＋投贷联动＋创业导师行业辅导，完善孵化链条，延伸服务深度	引进风投＋设立／参与投资基金，专注价值投资
太库	全球共享空间	共享空间	工位申请＋逐步考察	入孵服务考察＋具体单项咨询	全球化资源提供
启迪之星	高校孵化培育	产学研＋投资	技术支撑	产学研技术创新＋投资链条	1. 校友网络资源 2. 广泛且丰富的科技资源

数据来源：IKMResearch

① 跨越孵化萌芽期，步入孵化发展初期的老牌孵化器——启迪之星

启迪之星创建于1999年，由清华科技园启迪控股，目前正处于发展的初期（2014年至今）阶段，是一个仍具有生命力的孵化载体。

截至2019年底，启迪之星在全球建立了135个孵化基地，遍布京津冀、长三角、珠三角、中西部等中国主要城市群。美国、加拿大、意大利、英国、西班牙、日本、巴西、埃及等国家也均有启迪之星的身影。启迪之星与其他孵化器及创业服务机构合作，专注技术创新。目前，启

迪之星已累计孵化超过5 000家企业，在孵企业估值总额超过300亿元，其中获得天使轮融资的企业数量超过500家。代表企业有中文在线、昆仑万维、海兰信、盛景网联、沃捷传媒等。

不断进行突破与创新是启迪之星的重要特征。

启迪之星是中国众多高校中最早使用“孵化＋投资”模式的孵化机构。“孵化＋投资”模式已经成为目前的一个标配。2012年，当车库咖啡等新型企业孵化器兴起的时候，清华大学率先进行了混合所有制改革。

启迪之星建立了创业培训、孵化服务、天使投资、开放平台这样四位一体的孵化模式。从深入创意源头的“梦想课堂”，到创业实践的“梦想实验室”，再到早期孵化的“启迪之星培育计划”，面向全社会开放资源的“创业营”，优选项目精耕细作的“钻石计划”，以及对上市公司进行辅导，带领企业走向“全球网络”。启迪之星结合企业的阶段性需要，提供针对性的辅导和资源，陪伴创业企业成长。清华大学基础工业训练中心成为清华大学各院系和校外合作单位的重要窗口，在创意挖掘、产品设计、原型制作、量产服务、创业孵化等方面为学生提供支持服务。

面对粤港澳大湾区带来的新发展机遇，启迪之星迎头赶上。2018年3月10日，启迪金控携手中科招商集团，在北京清华科技园科技大厦举行了共建粤港澳大湾区科技创新投资服务平台的揭牌仪式。2018年11月，启迪之星与腾讯云联合创办“云＋创业”开放服务平台，向创业主体提供云服务支持。从解决企业相关需求角度出发，与腾讯云联合开展系列活动，为更多创业企业提供完善稳定的云服务。

② 利用房地产开发的契机建立产业集群——张江高科

1996年4月，上海张江高科技园区开发股份有限公司（简称张江高科）正式于上交所挂牌上市。张江高科利用房地产开发这一核心业务的优势，灵活设计项目投资方案，吸引了大量科技企业及相关产业客户。

张江高科拥有产业集群的优势，已建立起以信息技术、生物医药、文化创意、低碳与新能源为主导产业，先进制造业、科技金融、医学服务、现代农业为拓展产业的“4＋4”产业格局。

其中，集成电路产业拥有中国大陆产业链最完整的布局。生物医药产业是中国研发机构最集中、研发链条最完善、创新活力最强、新药创制成果最突出的标志性区域。

另外，张江高科建立了专业的投资团队，通过直投、创投、设立基

金等方式对企业进行孵化帮助。目前，张江已经形成了多家创投平台和产业基金（上海金融发展投资基金、磐石葆霖、张江汉世纪、张江小额贷款、鲲鹏投资公司等），对不同类型和不同发展阶段的企业进行投资和贷款，涉及电路、软件、医药、金融等领域。另外，张江高科积极借助证券、保险、天使投资、风险投资、股权投资等，利用银企合作、投贷联动等方式，为科技创新主体提供孵、投、贷、保联动的金融服务，实现从天使、VC、PE到产业并购的投资链布局。

③ 唯一在主板上市的现代孵化载体——创业黑马

创业黑马是目前中国唯一一家在创业板上市的现代孵化载体。创业黑马发挥创业媒体公关优势，提供创业媒体、公关培训等创业服务，主营业务为创业服务，通过线上线下相结合的商业模式，向创业创新企业及相关群体提供创业辅导培训，此外还为创业赛事活动提供公关服务、会员服务、创业资讯等在内的综合服务。

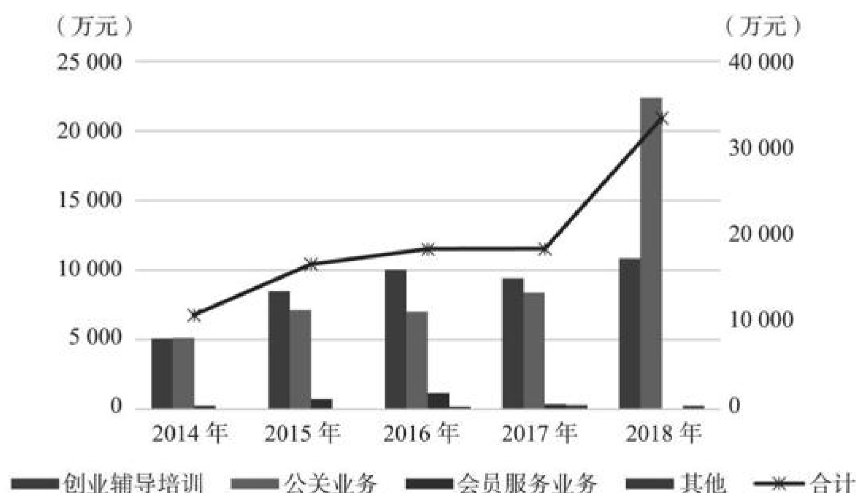


图4–7 2014—2018年，创业黑马营业收入情况

注：2018年进行了产品调整，公关业务、会员服务业务部分调整为营销服务产品收入。
数据来源：企业年报，IKMResearch

立足创业者圈子，创业黑马以培训的形式搭建了创业者之间交流的平台，解决了创业者的资金、人脉问题。课程培训对创始人成长、商业模式、组织、资本、营销与产品、结业进行了模块化设计，以集体拓展、导师授课、小组研讨、课后分享、私董会、路演锤炼、国际游学、

新媒体推广等方式进行。

i黑马网站、黑马会微博、黑马会公众号、创业家传媒微博共有570万订阅/注册用户。黑马成长营是创业黑马创业辅导培训产品中最受欢迎的。黑马成长营面向企业创始人或核心联合创始人，由投资人、黑马营大师兄、i黑马主编、创业黑马学院团队组成的面试团队进行一轮初选、一轮面试，通过方可加入。黑马成长营课程费用为19.8万元/人，培训时长为1年，学员数量控制在100人左右。导师包括真格基金创始人徐小平、分众传媒董事局主席江南春、360创始人周鸿祎、58集团创始人姚劲波、蓝色光标创始人赵文权、新东方董事长俞敏洪等中国商界知名人士。

④ 发挥技术应对力的特色众创空间——腾讯众创空间

不同于孵化器与加速器，众创空间的入驻门槛较低，空间运营能力更加灵活。腾讯众创空间通过聚集创孵、创服、创投、创培等平台全面扶持创业者。“创孵”体系以全国30多家实体空间为载体，在为创业者解决办公场地问题的同时，提供投融资以及腾讯生态独有的云服务、开放平台、AI加速器等高新技术服务。中国电动车赴美上市第一股——蔚来汽车正是从腾讯众创空间走出去的高新技术企业。

表4–7 创业黑马进行创业辅导的内容

服务类型		具体产品 / 服务	服务对象	收费方式
创业辅导培训		针对创业企业的学习和交流需求，逐步推出一系列创业辅导培训项目或课程，包括黑马成长营、黑马连营、黑马导师营、天使营、千里马计划、EDP、国际游学项目等	创业创新企业	向创业创新企业收取培训费
公关服务	线下活动	公司通过举办线下活动，为创业企业提供融资对接、经验交流、寻找资源、创造合作机会、促成交易等服务，此外还向客户提供品牌推广等公关服务。线下活动包括黑马大赛、黑马运动会、黑马创业社群大会、黑马创交会等自有品牌活动以及其他各类针对创业公司、品牌企业、政府园区的定制活动	创业创新公司、知名品牌企业、高新园区、政府部门	以赞助费、冠名权等形式向公关客户收取公关服务费
	线上传播	创业资讯服务在为创业群体提供免费资讯的同时，协助公司举办线下活动，并进行线上传播，提供品牌推广等公关服务		
		公司拥有自己的创业资讯平台，包括 i 黑马网、i 黑马新浪微博、i 黑马公众号、创业家传媒微博、创业家公众号及相关头条号等，同时与黑马学吧 App 合作运营		
会员服务		打造了黑马会这一会员组织，黑马会通过微信群、黑马会微信公众号等线上工具紧密联结并服务会员，并通过私董会、企业参访、创业沙龙等线下方式来进行会员间的相互学习与互动，帮助会员企业加速创新、加速融资、加速成长	创业群体	会员费

数据来源：公司招股书，IKMResearch

腾讯众创空间依托腾讯开放平台，联合腾讯AI加速器，在外部科技环境发生变化时，展现了较强的技术反应能力，纵向深耕AI和内容两大垂直细分领域的创业孵化。

腾讯AI加速器为入选项目提供AI技术、导师、产业资源、市场和投资5方面的扶持，帮助AI技术及产品寻找更多的应用场景；在内容产业方面，为内容创业者提供流量分成、产业资源、版权保护、谣言监测、投资、孵化、基础办公服务和内容创业指导8项服务。

吸引全球优质AI项目进驻，腾讯AI加速器与麻省理工学院、卡内基梅隆大学等高校合作推出了波士顿AI大赛，获胜项目组可以加入腾讯AI加速器项目，加速器项目丰富了腾讯众创空间内部的创业生态圈。

（2）聚焦共享办公功能的孵化载体

① 第一家实现盈利的初级联合办公空间——优客工场

优客工场由万科集团前高级副总裁毛大庆于2015年4月创办，以办公空间为平台，为创新企业提供全产业链服务。

优客工场目前处于中国初级联合办公行业的头部位置，已经实现经营性净现金流回正。根据优客工场的官方消息，2018年上半年，优客工场共享办公运营收入是2017年的2.5倍以上，且其经营成本较2017年有所下滑，实现了品牌溢价。优客工场成为我国第一家实现盈利的初级联合办公企业。

优客工场在行业内具有较强的创新能力，不断以标准化服务降低空间开发成本。2016年，优客工场首次发布了《中国众创空间发展蓝皮书》；2017年，又在科技部火炬中心的指导下牵头起草了《众创空间（联合办公）服务标准》；2018年11月，《优客工场运营标准流程手册》正式对外发布，其中包括80个业务流程，全面涵盖了共享办公运营业务的各个方面。

优客工场的弹药储备处于行业领先的地位，迄今已获得14笔融资，仅2017年一年就获得了5笔融资。目前，公司累计融资已超过40亿元。最近一次融资发生在2018年8月，优客工场完成3亿元增资后，估值突破18亿美元。知名投资机构红杉资本、真格基金、创新工场等均已入局。

自2017年以来，优客工场持续以收购的形式增强实力。2017年，优客工场对Wedo联合创业社进行战略投资；2018年1月3日，优客工场完成对洪泰创新空间的全资并购，探索本土企业海外发展新途径；2018年3月，优客工场收购无界空间，随后合并Wedo联合创业社；2018年，优客工场又收购上海共享办公企业Workingdom、厦门本土共享办公品牌爱特众创空间，随后收购智能化办公平台“火箭科技”，开始进行全力布局。

由于获得了充足的外部资金支持，优客工场得以不断提高服务标准，成功实现盈利，在中国初级联合办公领域逐渐站稳脚跟。

② 利用科技创新降低建设成本的共享办公鼻祖——WeWork

WeWork是硅谷初级联合办公空间的龙头企业，全球第6大高估值独角兽企业。截至2019年8月，WeWork在全球28个国家的105个城市和地区布局了485家联合办公空间，注册会员数量超过52.7万人。2016年，WeWork正式进入中国市场，并于2017年在中国成立子公司。目前已经在北京、上海、香港、成都、深圳、杭州等12座城市和地区布局，相继

开发了124家空间，这大约为优客工场中国空间数量的80%。

根据公司官网信息，WeWork的工位价格为1 300~5 290元，一线城市价格均在1 500元以上，部分热门商圈的工位价格最高达到5 290元/（人·月）。与中国本土早期的初级联合办公空间科技寺相比，WeWork不提供免费工位，在同等档次的商圈中，工位价格也更高。

WeWork全球入驻率从2017年的73%上升到2018年第一季度的82%，目前暂时未能实现盈利。2017年，公司报告营收8.86亿美元，亏损9.33亿美元。2018年上半年，公司销售额为去年同期的2倍多，达到7.64亿美元。不过，随着公司开发更多办公空间，进入新市场，亏损也达到7.23亿美元。

WeWork通过搭建会员—社群—投资的社群文化结构形成了高质量的联合办公行业壁垒。自2016年起，WeWork提供针对大企业会员的服务，目前，WeWork的大企业客户数量已经占据WeWork会员数量的38%。另外，WeWork Labs孵化器业务的设立，引入了更多小型企业的创业者。两个层面的产品服务丰富了社区的多样性，发生了具有WeWork风格的化学反应。

在这个发展结构下，WeWork推出的产品服务可以分为三类：

一类是营收分成。WeWork与房地产商合作，利用为品牌提供的服务进行营业收入分成。

第二类是“Powered by We”（由我决定）模式。WeWork为企业自身的楼宇和园区服务，定制空间和社区运营方案。

第三类是场地租赁。通过场地租赁，将其改造为WeWork的社区，再去招募会员。目前，WeWork正在逐步引入新业务，以使其空间增值。

利用技术形成自身发展的关键创新力，并通过创新降低成本，这是WeWork与其他联合办公机构的最大区别。在对一个地点进行审查并签订租赁或共同管理协议后，WeWork最快可在4个月内接受租户，租客平均入驻时间为9个月。

目前，WeWork已将新增办公桌的成本从之前的14 144美元降至9 504美元，这相当于节省了约33%的开支。充分利用技术对孵化进行创新，同时对企业内部的流程进行管理，这是WeWork区别于其他联合办公空间最关键的要素。

表4–8 WeWork利用科技创新降低运营成本的举措

收购建筑行业的技术咨询公司 Case
2015 年 8 月，WeWork 收购了 Case 公司，其团队专注于建筑信息模型领域，扫描建筑物并以 3D 模型显示，提供项目时间和成本的信息 利用该模型，在与写字楼签订租约后，WeWork 可以进行 3D 空间扫描并绘制，每层只需要 1 个小时，项目产品团队就可以获得面积、窗户、门的尺寸，板坯平整度、厚度，及管道系统和管道设计等的全部信息。BIM 工艺将空间效率提高了 15%~20%，同时节省了 10% 的建筑成本，而一个额外的办公桌能在 10 年内增加 80 000 美元的收入
收购与建筑相关的参与者沟通平台 FieldLens
2017 年 6 月，WeWork 收购了 FieldLens，使项目经理、工头、建筑师、业主能够在手机上实时管理施工现场，记录对话、跟踪和分配问题 WeWork 将 FieldLens 整合到其完整的建筑管理生命周期中，包括施工后的管理
将机器学习、人脸识别技术应用到空间设计中
WeWork 创建了神经网络，用于收集有关现有建筑布局和会议室使用情况的信息。基于对建筑布局和会议室利用率的了解，预测尚未建造的建筑布局和会议室的使用情况 程序对空间利用率判断的正确率比 WeWork 的人类设计师高了 40%

数据来源：公开信息，IKMResearch

③ 中国最早的初级联合办公空间——P2

P2成立于2010年，是中国最早的初级联合办公空间。截至2019年10月，P2已在上海、北京、深圳、杭州、台北等地共拥有10处联合办公空间，每个空间会根据所在商圈商业业态做出独特规划。

与优客工场、WeWork快速扩展的运营策略不同，P2在空间数量上远远少于前两家。P2的联合运营策略成为其发展的特色标签。近年来的入驻团队不乏创业明星团队。P2依靠稳健的运营优势，迅速与其他联合办公企业及房地产商在物业、媒体、运营等方面共享资源、优势互补、达成联合。在房地产商联合运营领域，P2与万科形成了良好的合作关系，2015年9月，P2联合上海万科虹桥中心共同打造了办公空间“ViP”。P2借助多年的办公空间运营经验，深化了与行业巨头的联系，2017年，P2联合阿里巴巴集团合作打造了全球首款智慧联合办公空间“神鲸”，2018年又与阿里巴巴云创新中心结成生态合作伙伴关系，助力阿里巴巴云产品落地。

P2提供办公场地、空间和活动对接服务，为已有的办公空间提供标准化服务。P2发力垂直领域，形成了国内少见的音乐产业协同空间，专门吸引音乐家和影视制作人。对音乐联合办公空间、音乐咖啡、明星工作室、全景排练室、录音棚、Livehouse（现场演唱音乐酒吧）、摄影

棚、直播间等业务板块进行整合，针对性地进行创业生态管理。另外，在外部资源管理方面，P2也与谷歌企业服务部进行合作，并多次承办GCUC（全球联合办公峰会）活动，积极拓展海外市场。

联合运营策略在一定情况下缓解了办公空间的资金压力，使运营能力聚焦，为业内所接受，中国初级联合办公空间与房地产商的合作越来越频繁。

（3）生命力不尽相同

目前，中国具有生命力的孵化机构有很多，以上仅为部分已经形成自身特色的机构。这些机构或是利用技术，创新性地改进孵化工作，如WeWork；或是借助孵化机构的帮助，进一步做出投资决策，如启迪之星、张江高科等；或是对科技发展进行预判，通过布局产业链，构建孵化机构的核心壁垒，如启迪之星、蒲公英孵化器等；或是针对创业者进行创业辅导，如创业黑马等；或是与房地产企业合作，引入其他创新资源进行资源整合，如P2、SOHO 3Q等；或是在传统商业租赁模式下进行新的探索，如创富港、优客工场等。

最终生存下来并具有生命力的孵化载体，除了具有包装特色以外，往往已找到符合自身定位的发力点。高校、地产商、天使投资人、成功的企业家、行业领军企业、创业投资机构、事业单位等运营主体在一定程度上能够塑造孵化机构的对外形象，但并不能构成判断机构是否具有生命力的核心要素。即便是具备国有企业与事业单位背景的孵化机构，也同样存在由于缺乏市场竞争力而倒闭或撤销的状况。要使孵化载体具有生命力，核心就是要利用现有资源控制成本，布局具有技术前景的领域。科技是使孵化载体具有生命力的关键力量。

当然，以上所列举的孵化机构仅为部分具有生命力的孵化机构。目前，中国超过1/3的孵化器是专业孵化器，国家级的孵化器有军民共建孵化机构、中航工业集团的“爱创客”平台、西安国家民用航天产业基地的“北斗＋”众创空间、中国船舶工业集团公司的“军民融合研究院”等；众创空间类孵化机构有车库咖啡、3W咖啡、科技寺、YOU＋、梦想加等；硬件类孵化机构有柴火创客空间、硬蛋；还有专注投资领域的天使汇、苏河汇、飞马旅；产业链类机构有英特尔众创空间、联想之星、微软云加速器；海外机构有成都欧盟项目创新中心、上海丹麦科技创业中心、西交SKEMA国际创新创业园等。

2.逐渐死去的孵化（僵尸型孵化）

逐渐死去的孵化是指被市场淘汰或是即将被淘汰的孵化。这种孵化载体的现有资源整合能力较差，市场表现处于行业中下游水平，在外部市场环境发生变化时，其抗风险能力较差。

逐渐死去的孵化有以下两个特征：

①无法形成价值闭环，造成七无状态

上游缺乏客户渠道，中游没有核心产品、服务及高质量的客户，下游优秀的投资机构和第三方服务机构也没有动力介入。内部人员结构混乱，人员流失率高，初期募集的资金无法维持后期扩张所需的高昂租金成本和运营成本（孵化机构在开业之后有一段较长时间的爬坡期）。陷入没有团队、没有客户、没有产品、没有服务、没有思路、没有模式、没有资金的状态，僵尸型孵化载体最终走向死亡。

②缺乏对科技核心的理解与定位，不能充分优化条件，使科技成果得到充分利用

在政策与资本的激励下，从2015年开始，孵化载体井喷式增长，孵化载体遍地开花，但已危机暗涌。自从部分地方政府的补贴大幅减少甚至停止发放后，孵化载体市场开始洗牌，一些有着大企业或国企背景的孵化机构甚至处于倒闭的边缘。

目前，孵化载体的倒闭过程都是相似的：创业潮冷却——企业入驻率下降——盈利模式单一——资金链断裂。创业潮的冷却只是单纯的环境因素，并非僵尸型创新孵化载体死去的本质原因。由于缺乏对科技核心的理解，在获客能力、产品与服务输出、资源获取能力、资源维系能力、风险控制能力等方面均存在硬伤，僵尸型孵化无力继续维持。

表4-9 僵尸型孵化载体的运营方式

品牌	成本支出			盈利收获	
	人力资本	物质资本	时间资本	对内	对外
地库	每周一次的创业者活动、自身员工薪酬支出、房屋支出等	场地：1 000 平方米地下室	3~6 个月孵化周期	向创业者收取创业服务费	1. 向风险投资基金收取投后创业服务费 2. 基金管理外包服务费
孔雀	运营管理、员工薪酬支出、房屋支出等	场地：4 000 平方米办公楼	无	1. 收取工位租金 2. 创业服务费	未知
Mad Space	基本运营管理、活动组织、自身员工薪酬支出、房屋支出等	场地	无	1. 收取工位租金 2. 创业服务费	未知
拓荒族	员工薪酬支出约 8 万元、日常办公支出等	场地租金：6.25 万 / 月	无	办公位租赁	1. 咖啡售卖 2. 场地租赁

数据来源：IKMResearch，2019

（1）聚焦孵化功能的孵化载体

① 深圳地库孵化器

2016年2月，中国出现了第一家倒闭的孵化器。随后，不少创新孵化载体陆续倒闭，包括草根创业团队与知名企业的内部孵化载体。

表4–10 死亡的创新孵化载体名单

品牌	开始运营时间	倒闭时间	运营规模	直接导火线	倒闭原因
深圳地库孵化器	2015 年 8 月	2016 年 2 月 15 日	深圳市南山区深圳大学附近，1 000 平方米的地下室	创始人创业背景不足，资金短缺	资金链断裂，第二次融资失败
深圳孔雀孵化器	2010 年	2016 年 5 月	深圳市南山区和蛇口区均有办公地点，3 000~4 000 平方米	拖欠租金，租金上涨较快，政府补贴速度缓慢	过度依赖租金，盈利能力不足，盲目快速扩展
北京 Mad Space	2015 年 11 月	2016 年 10 月	北京市朝阳区大黄庄桥西铭基国际创意园	物业租金上涨 9%，拖欠租金，亏损严重	产品不成熟，用户习惯未养成，自身造血能力不足

品牌	开始运营时间	倒闭时间	运营规模	直接导火线	倒闭原因
北京拓荒族创业咖啡馆	2015年1月	2016年2月	北京市中关村创业大街	经营困难、欠薪	服务单一，无法提供其他孵化服务，盈利能力不足，入不敷出
北京绿客屋	2014—2015年	2016年2月	北京市海淀区五道口	因与房东出现经济纠纷被砸毁	产权不清晰
上海艾可士	2003年	2016年8月	在上海市有16个联合办公网点	长期入不敷出导致资金链断裂，老板拖欠大笔租金后消失	入驻率低，造血能力不足，资金链断裂，行业竞争激烈
可口可乐孵化器	2014年	2016年12月	援助12家初创公司	由于运营状况差，被可口可乐公司关停	大企业与初创企业的步调差异

数据来源：IKMResearch，2019

深圳地库孵化器是2016年初“孵化器寒冬”时第一个倒闭的孵化器，其成立于2015年8月15日，运营时间仅不足200天。深圳地库孵化器坐落在深圳市南山区，孵化面积1 000平方米。地库孵化器共拥有5个办公室和70个开放工位，最高峰时的入驻率也仅有50%。

② 北京拓荒族创业咖啡馆

北京拓荒族创业咖啡馆于2015年1月在北京中关村创业大街开业，收入来源主要是咖啡售卖、场地租赁、易拉宝展位和办公位租赁等。就售卖咖啡而言，经营最惨淡的一天毫无业绩，平均收入200元/天。场地租赁主要是以时段来计算，上午9：00~12：00为4 000元，下午1：00~5：00为5 500元，晚上为4 000元，一些免费的公益活动不计入收入，平均收入在3万元/月。易拉宝展位是3 000元/月，办公工位是1 000元/月/个，办公工位的常态空置率接近50%。平均下来，每月总收入在70 000~80 000元。

③ 可口可乐孵化器“Coca–Cola Founders”（可口可乐创业者）

可口可乐孵化器仅资助了12家公司，最成功的是在线人力资源公司Wonolo，后者是Founders的项目之一，共计获得了790万美元的融资。

上述已经死亡的孵化载体缺乏对孵化的理解，无法形成具有竞争力的孵化方案是其死去的重要原因。

地库孵化缺乏对科技核心的认识，其获客能力与服务加工能力不足，深度孵化服务能力弱。地库孵化按照区域搜集各地资源，提供工商

注册、法律咨询和其他创业服务，以数据为基础，把平时的数据、项目整合在一个系统里，逐步建立各地各类创业服务数据库。地库孵化的主要活动有七夕单身PARTY（派对）、创业需求调查、CXO俱乐部火锅派对、精英酒会、旅游沙龙等，活动经费支出巨大，而实际参与率低，部分活动仅有1～2个参与者。4个月内，地库总共花掉了100多万元。

拓荒族咖啡馆以咖啡为卖点，但却无法打造具有竞争力的孵化环境。咖啡馆与孵化器的定位不清晰，入不敷出。咖啡售卖陷入停滞不前的窘境，盈利能力弱。另一方面，公司每月开销巨大，且“输血”无望。其房屋支出为每月6.25万元，员工薪酬支出为每月8万元左右，再加上日常办公支出，每月净支出将近16万元。

可口可乐孵化器对初创公司的发展干涉过多，初创公司缺乏试错的机会。企业在创立之初就要向创始人发布创业评估报告，将创业的机遇与危机全部告知，并为其介绍种子投资人。

没有形成对孵化的系统性理解，将孵化资源投入初创企业的浅层需求上，最终这些孵化载体难以在市场上立足。

（2）聚焦办公功能的孵化载体

① 孔雀孵化器

孔雀于2013年开始涉足线下创业服务，是深圳本地最早尝试新型联合办公空间的企业。孔雀为入驻企业提供小型办公隔间＋公共洽谈空间（会议室）＋公用前台＋基础创业的服务。

孔雀的入驻率在最高时能达到90%，有800余人在其提供的场地内办公。2015年12月，当其从美年广场撤离时，很多企业还一直追随，搬到了科兴。

孔雀严重依赖入驻租金，租金收益占到孔雀总收入的60%～65%。然而租金形式的补贴对于缺少房屋产权的孵化器而言，被动性强，受城市土地租金水平的影响较大。而利润较高、融资成功的佣金分成占比不足。其次是创业增值服务，包括基础的法务、财务、税务培训，核心的创业导师服务和融资顾问服务占到总收入的20%～30%。

② Mad Space

Mad Space位于北京市朝阳区朝阳路大黄庄35号，主营产品为工位租赁。在2016年北京写字楼租金快速上涨的背景下，Mad Space无力维持，最终宣告破产倒闭。

行业内有一种共识，对于聚焦办公功能的孵化载体，入驻率的生死线在70%。入驻率最多只能保证孵化器（二房东模式）达到最基本的收支平衡，如无其他可持续的盈利模式，即便每个工位都出租出去，企业也难以盈利，在坪效缺乏管理的情况下，这种状况会快速恶化。

聚焦办公空间功能的共享办公在缺乏资金与稳定客源的情况下，二房东模式存在极大的发展风险。近年来，城市写字楼的租金持续上涨，孵化机构的租金成本陡升。2009—2017年，北上广深四个一线城市的甲级写字楼租金持续增长，其中，北京增幅最大，从2009年一季度的147.71元/平方米·月增长至2017年四季度的335.70元/平方米·月，季均复合增长率达到2.86%。上海增幅较低，但季均复合增长率亦有0.92%。

2015年，深圳的平均租金上涨率为23.1%，价格已经达到146元/平方米，再加上14元/平方米物业费，这一价格已经远远高于孔雀在2013年签订的110元/平方米的租金。Mad Space被物业要求上涨9%的租金，这意味着“5年时间需要亏损2 000万元”。

二房东模式无法与普通模式竞争，失败在所难免。以初创团队发展至一定规模时，团队平均成员为10人来计算，独立办公室的月租金为16 990元。2015年，北京甲级写字楼的平均租金为332元/平方米，10人团队的办公面积在50平方米时，其办公室月租金为16 600元，与租赁Mad Space的租金基本一致，同时还能获得更加私密的办公环境，而私密的办公环境正是Mad Space无法提供的。

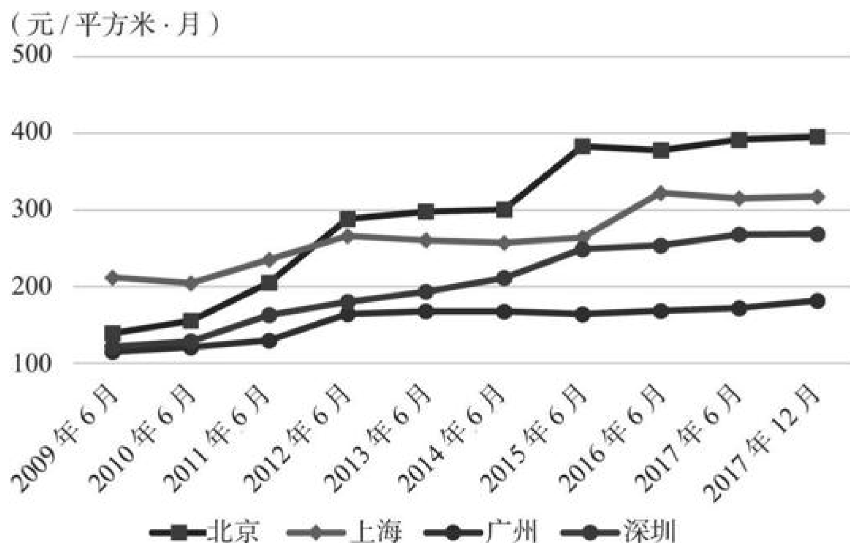


图4–8 一线城市甲级写字楼的租金增长情况

资料来源：戴德梁行，IKMResearch，2018

未来，部分偏远地区缺乏核心竞争力的孵化载体也将面临倒闭的困境。《2016—2020年中国开发区投资建设与转型升级研究报告》显示，自2008年国务院启动省级经开区升级工作以来，到2011年，纳入国家级经济技术开发区统计的经开区共计131家，其中东部地区66家、中部地区38家、西部地区27家。

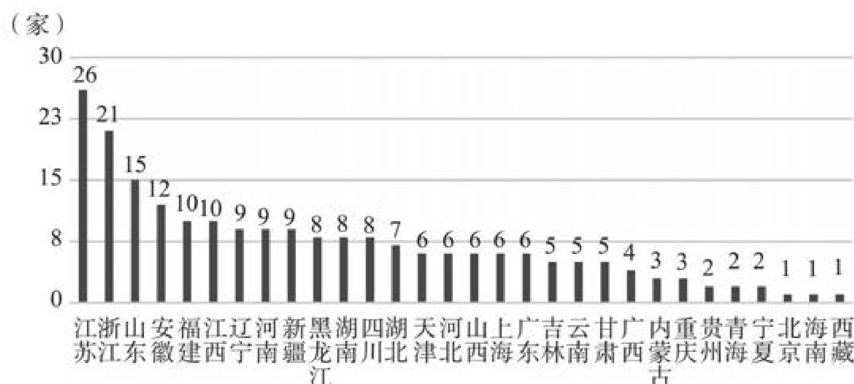


图4–9 各省、自治区、直辖市国家级经济技术开发区的数量

数据来源：商务部国家级经济技术开发区，2017，IKMResearch

沿海地区的国家级经济技术开发区主要集中在江苏、浙江、山东等省，西部地区则主要分布在四川省及新疆维吾尔自治区。2017年，国家级经济技术开发区数量已经达到219个，省级经济技术开发区更是多不胜数。根据国家发展改革委员会于2006年公布的《中国开发区审核公告目录》（仅公示省级及国家级经济技术开发区数量），中国的开发区总数已经超过1 500个，其中省级开发区的数量为1 346个。

在人口增长率逐年下降的情况下，大量的土地资源、人力资源浪费在与自身经济、技术发展水平不匹配的开发区布局上。许多开发区常年无法吸引具有核心竞争力的企业入驻，无法招募具有科技创新精神的人才。

同质化竞争使市场的孵化环境恶化，部分机构获得了政府支持，能够获得城市土地等宝贵资源，从而能用低廉的租金来吸引创业者。但在实际运营过程中，僵尸型孵化会浪费大量社会资源。

第一发展状态下的孵化机构生存状况

第一发展状态下，尽管外部科技环境已发生变化，但对孵化机构的发展模式尚未造成影响，孵化机构内部的环境是最关键的因素。

截至2018年底，中国的孵化载体已有4 849个，众创空间6 959个，在数量上已经超过早期和中期所有孵化机构的总和。尽管中国的创新孵化机构在数量上已经位居世界第一，但仍处在摸索的阶段。

根据科技部火炬中心的统计数据，2018年，中国创业孵化机构运营收入646.2亿元，运营成本515.7亿元，成本占收入的比重接近80%。租金是最大的支出项目。根据统计，2019年，北京市主要商圈的写字楼平均租金略有下降，但平均每月每平方米仍需396.6元。

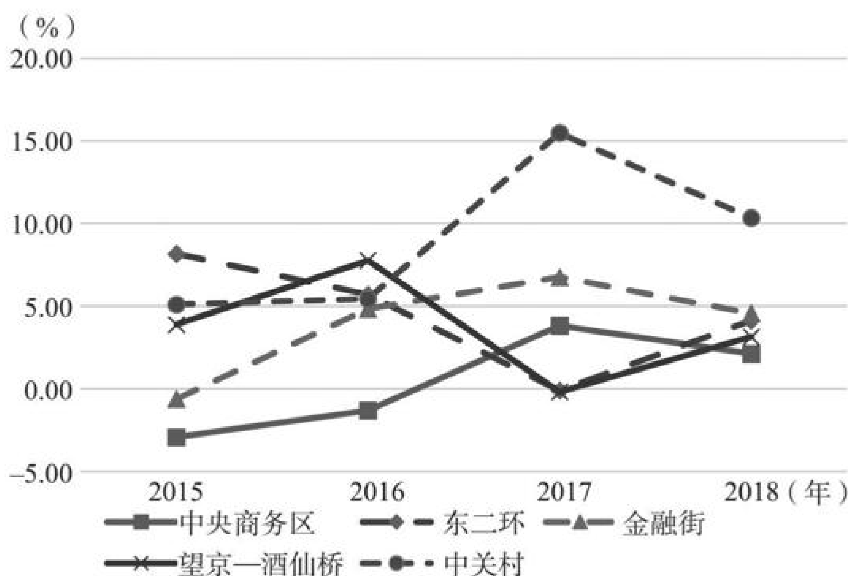


图4–10 北京市主要商圈写字楼的租金涨跌情况

数据来源：戴德梁行，IKMResearch

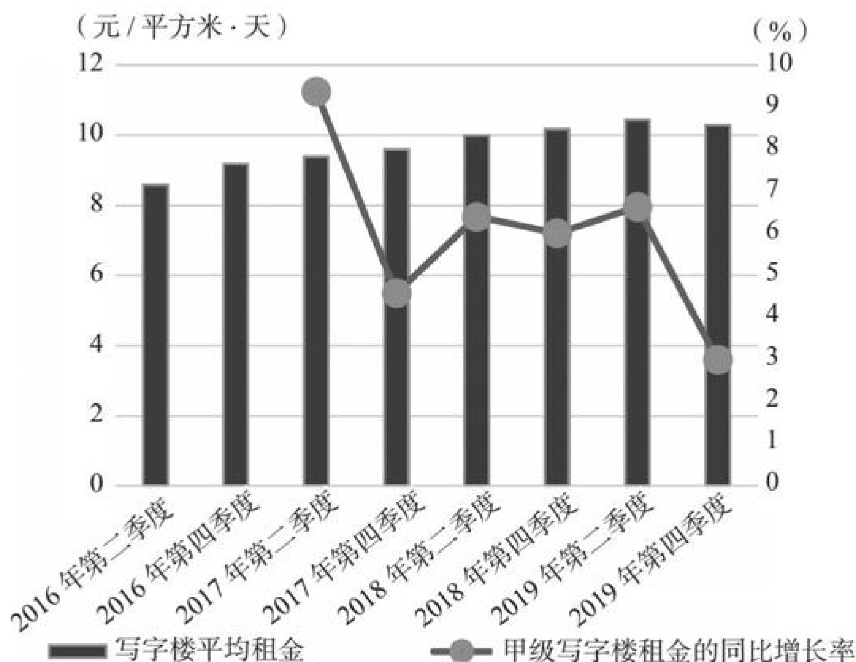


图**4–11** 上海市甲级写字楼的平均租金情况

数据来源：陆家嘴企业公布数据，IKMResearch，2019

近年来，金融业及科技业聚集的公办区域租金水平涨幅较大，空置率较低。根据世邦魏理仕的数据，2019年上半年，上海写字楼的空置率为18.0%，同比上升4.4%，有效租金296.8元/平方米·月，同比下降2.9%。深圳2019年上半年写字楼的租金小幅下挫至236元/平方米·月，但市场租赁方的议价空间低，孵化成本亟待进一步降低。

第二发展状态：科技快速发展，外部环境逐渐发生变化，新型孵化模式出现

在科技的助力下，外部环境对孵化的影响日益增加。科技组织模式正在发生跨结构、跨学科、跨地区的合作式创新变化，技术更新周期加快，技术淘汰周期缩短。人们的生活和消费习惯发生改变，行业发展周期改变。投资得益于科技的发展，最终外部环境会发展得越来越快。

第二发展状态的定义

中国绝大多数的体制外孵化载体均属于第一发展状态。第二发展状态下，科技发展迅速，外部环境发生了变化。外部环境的影响逐渐增加，但仍有限，小于或等于内部环境的影响，原有的孵化发展模式与新型发展模式共存。一方面，由于外部环境的影响仍较低，内部环境仍存在与第一发展状态相似的发展空间，有较多的孵化机构，其中部分孵化机构根据环境变化做出了调整；另一方面，外部环境影响提升，出现部分新型孵化竞争者，与孵化机构竞争有限的社会资源。

第二发展状态的发展时间比其他两个发展状态更长。多种技术的兴起、普及、爆发与死亡贯穿第二发展状态周期的始末。三种发展状态的孵化在同一个市场竞争有限的创业资源。

第二发展状态的特征

1.得益于外部科技的发展，行业细分，产业机会减少

在科技快速发展的背景下，科学技术的普及成本降低，行业整体细分发展。随着行业整体的成熟，产业机会逐渐减少。在原有基础上继续孵化企业的难度增加，孵化机构在第二发展状态中不得不对孵化的项目与类型进行调整。

移动互联网技术的普及，使由人口带来的红利以较低的成本被激发，互联网项目拥有庞大的生长空间。在第四次创业潮初期，大量孵化机构的孵化项目集中在互联网领域。随着未来人口红利逐渐消失，技术水平不断提高，低门槛的纯互联网项目越来越难以生存。

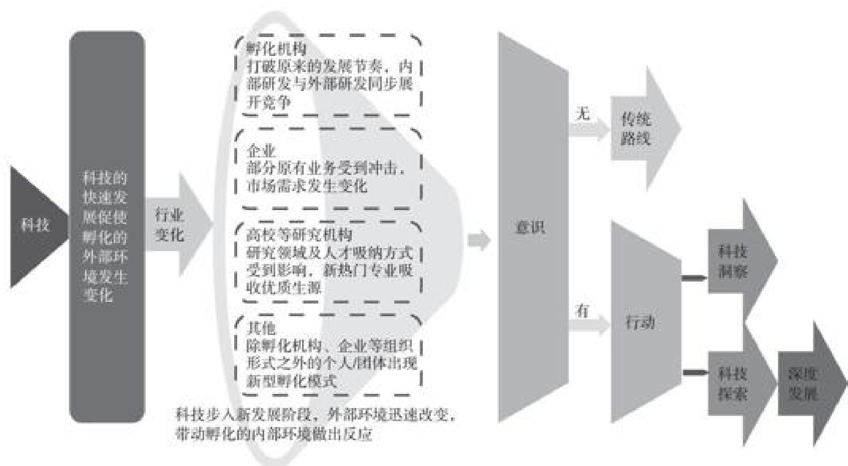


图4–12 孵化的第二发展状态

数据来源：IKMResearch

2.行业逐步进入成熟期，孵化机构对所孵化项目的类型进行调整

第二发展状态时，行业整体的发展趋向成熟，创业的机会变少。外部创业环境的变化，使创业领域的风向发生改变，孵化机构同样需要对孵化项目或孵化的服务方式进行调整。

新技术革命可以让行业生命周期进入二次成长的发展状态，把握新技术带来的发展机遇，第二发展状态中孵化机构需对此给予特别关注。

孵化格局发生变化，出现了4种新型孵化角色：孵化机构、大企业、高校及其他类型参与者。

新的科学技术对行业周期的变化至关重要，新引进的技术将会使整个孵化的格局发生重大变化。孵化载体之间存在科技上的竞争，同时也面临外部搅局者的强烈冲击。

在新技术的助力下，旧技术面临被代替的困境，龙头企业、大中型企业因旧科技成果而获利，也很可能成为新科技成果的受害者。为了变成新科技成果的获利者，企业在第二发展状态时须参与新一轮的科技孵化，成为孵化机构的庞大竞争对手。

高校是重要的技术输出端，同时承担科技人才的培育工作。在新技术革命中，人才资源非常重要，在第二发展状态下，需要储备人才。

科技导致环境发生改变，使其他类型的个人或组织有更加广泛的参与空间。

科技所处的环境：外部环境发展加速，对成功孵化的影响小于或等于内部孵化环境

1. 提升外部孵化环境的影响

科技包括已发现并被人类所利用的科技，已发现并将之应用于非人类社会的科技，发现但并未被利用的科技，尚未被发现的科技。所有已知且被利用的科技仅占待挖掘科技总量的1%。

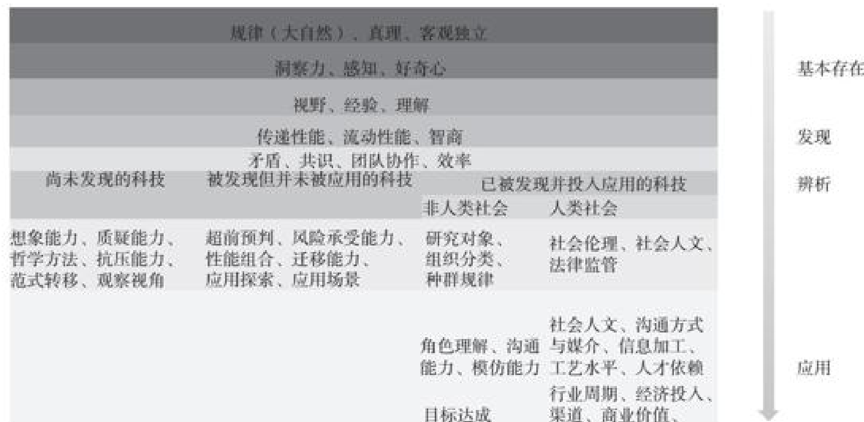


图**4–13** 科技发展的顺序与规律

数据来源：IKMResearch

2.成功的孵化，外部孵化环境的影响有限，小于或等于内部孵化环境的影响

内部孵化环境仍对孵化起着关键的主导作用。过去外部孵化环境中的技术死亡率高，内部孵化环境中的孵化成功率高，这使第二发展状态中的这种技术的变化易被忽视。

第二发展状态的表现

科技发展渐进式地推动了环境改变，新技术层出不穷。第一发展状态中，科技崭露头角，对环境的影响较弱；第二发展状态中，科技发展提速，行业资源聚拢趋势明显，逐步释放科技对外部环境的影响，但效果有限，小于或等于内部孵化环境的影响。在第二发展状态中，需要具备辨识外部环境变化的意识。

第二发展状态中的孵化机构表现

第二发展状态中，科技加速发展，但科技对外部环境的影响有限，未超过内部环境的影响。不同于第一发展状态，第二发展状态中，科技对外部孵化环境的影响易被低估。

第一发展状态中的主要的孵化者——孵化机构，在第二发展状态中面临其他类型组织的竞争，此条件下的孵化机构存在表4–12中的几种情

况：

表4–11 第二发展状态中孵化机构的情况

	维持原状	科技洞察	科技探索	深度发展
表现	孵化组织尚未对科技造成的环境影响变化有反应，缺乏应对行为，但由于孵化内部的环境影响仍扮演重要角色，孵化组织能够继续按照原来的传统路线发展	孵化组织对科技造成的环境影响变化有反应，但未来发展具有不确定性，洞察发展趋势而未采取其他措施	孵化组织意识到科技对环境造成的影响变化，积极采取行动进行探索，其最有效的孵化利用模式仍待验证	孵化组织意识到科技的环境影响变化，积极采纳科技成果，形成具有自我特色的孵化，受到技术含量与门槛限制，体制外孵化难以实现该状态
孵化行业变化	无变化，维持原来的行业发展	小范围增加新技术相关的项目	出现新技术领域的行业孵化，积极寻求与外界进行技术合作	引入目标特征行业，与外部技术力量形成深度合作
典型例子	中科创星、洛可可、太火鸟等	太库、Plug and play 等	创新工场等	联想之星、InnoSpace 等

数据来源：IKMResearch

维持原状：孵化内部的环境影响扮演着重要角色

孵化组织尚未对科技造成的环境变化产生反应，缺乏应对行动。但由于孵化内部环境影响仍扮演着重要角色，孵化组织能够继续按照传统路线或原来的发展方向发展。

（1）孵化项目所属行业变化

在原来的发展模式中，孵化科技加速发展，但外部影响仍未超越内部影响。孵化机构维持原有发展方式，按照第一发展状态中的孵化生存模式继续孵化目标行业。

1994年，当传统互联网技术还没出现时，体制内孵化的项目集中在电子与信息、机电一体化、节能与环保、生物技术、新材料等行业。互联网技术与通信技术的成熟催生了大量移动互联网生活类项目的孵化，包括后来为大众熟悉的美团、饿了么等。

（2）具有高技术壁垒的垂直孵化器

垂直孵化器的定义：为特定技术领域的创业企业提供服务的孵化器，除了具有综合性孵化器的基本服务功能，还能够为创业企业提供专业化的公共技术服务，包括专业化的技术开发、设施测试等。

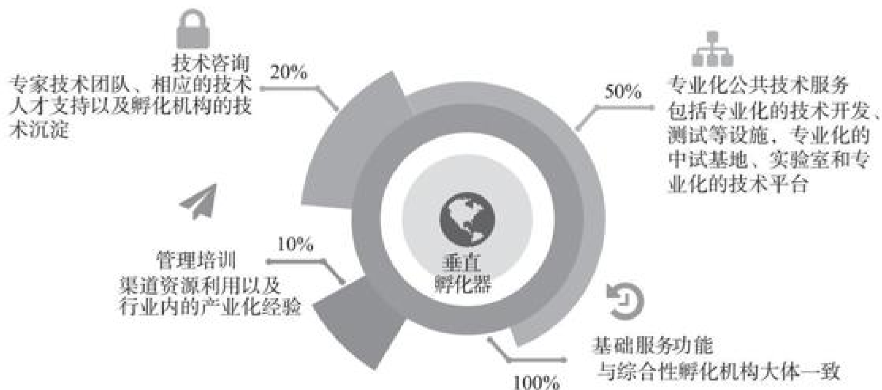


图4–14 垂直孵化器的特征

数据来源：IKMResearch

外部科技环境快速变化，诞生了系列与技术对应的垂直孵化器。通过在孵化载体层面进行统筹，项目间建立了较强的关联性，各项目在市场活动中积累的渠道资源能在孵化器内实现共享并重复利用，初创团队也较易获得适合自己的服务资源，从而省去很多寻找资源的时间。同时，这种技术优势能够为创新孵化载体打造行业壁垒，使创新孵化机构获得更好的发展。

中国超过1/3的孵化器是专业孵化器，有一批（移动）互联网、云计算、生物医药、机器人与智能制造、新材料、现代农业、航空航天、文化创意等战略性新兴产业的孵化器。

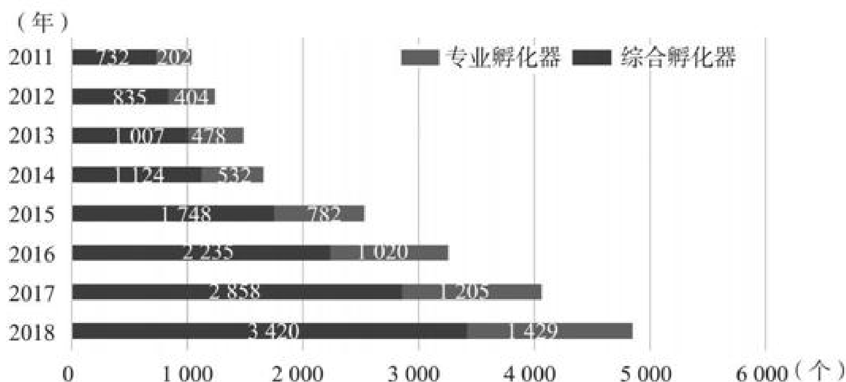


图4–15 2011—2018年，专业孵化器与综合孵化器的数量对比

数据来源：IKMResearch

主要的专业垂直孵化器包括北京生物医药高科技孵化器、深圳生物医药孵化器等，具体见表4–12：

表4–12 部分垂直孵化器名单

孵化器名称	垂直行业	简要介绍
北京生物医药高科技孵化器	生物医药	1997 年由北京市科委、北京医科大学共同组建，由北京医科大学联合生物工程有限公司共同运营的生物医药专业孵化器，将大学和科研院所生物医药领域的科研成果转化为具有市场价值的技术产品
深圳生物医药孵化器	生物工程、基因工程、医药及相关产业	提供两级孵化，一级孵化以科研开发和产品技术创新为主，二级孵化对一级孵化的产品进行实验，并完成产品的临床实验、产品申报及获取相关资格证书等工作
上海张江生物医药孵化器	生物医药	孵化器与中科院上海有机化学研究所生物与化学交叉研究中心合作。产业集群采用 VIC（风险投资 + 知识产权 + 研发外包）模式，初创企业掌握新药的知识产权，研发企业可以将新药外包给专业的代工基地进行生产
北京清华软件企业孵化器	软件企业孵化器	专门针对下一代互联网领域的专业孵化基地，引入下一代互联网认证测试平台，为创业企业提供其他综合性孵化器无法比拟的专业服务
河南省 863 软件孵化器	软件服务	是科技部批准成立的全国首批 4 家专业软件孵化器之一，是中国内地最大的软件外包企业之一
广州华南新材料创新园	新材料、生物医药、电子信息及高端装备制造	华南新材料创新园是目前国内最大、最专业的新材料专业孵化园区
北京新材料企业孵化器	科技企业	北京新材料企业孵化器有限公司于 2001 年 3 月 19 日成立
天津塘沽海洋高新技术专业孵化器	海洋高新技术	天津滨海新区塘沽海洋高新技术开发区成立于 1992 年，地处天津滨海新区核心区域，是全国唯一的国家级海洋高新技术开发区
集成电路设计企业孵化器	集成电路设计	聚集了一批专业从事芯片设计的企业，主要有武汉亚芯微电子有限公司、武汉瑞达信息安全产业有限公司、武汉昊昱微电子有限公司、武汉群茂科技有限公司等
厦门光电子孵化器	光电及半导体应用	厦门光电子孵化器于 2004 年 12 月成立，依托厦门台湾科技企业育成中心，专门为光电及半导体应用企业提供专业的孵化服务和技术支持

孵化器名称	垂直行业	简要介绍
北京北内制造业高新技术产业孵化器	高新制造业	北京北内制造业高新技术孵化基地有限公司（简称北内孵化基地）成立于1999年8月
宜兴环保科技企业孵化器	环保机械、电线电缆、生物医药、电子信息	1992年11月经国务院批准设立，是我国唯一的以环保产业为特色的国家级高新技术产业开发区
陕西杨陵农业高新技术企业孵化器	农业科技	我国唯一的农业高新技术产业示范区，于1997年7月29日在咸阳市杨陵区成立，由陕西省直辖，并由23个中央部委共管

数据来源：IKMResearch，2018

（3）“硬科技”垂直行业的孵化载体——中科创星

垂直孵化载体深耕行业领域，对行业技术有深刻的理解，可以形成孵化壁垒。中科创星是以中科院西安光机所为创新创业载体的专业孵化器，目的是打造“研究机构＋天使基金＋孵化器＋创业培训”的双创生态模式，成立于2013年9月。

中科创星作为“硬科技”孵化载体，主要技术方向包括人工智能、航空航天、生命科学、光电芯片、新材料、新能源、智能制造等高精尖科技领域。西科天使基金围绕“光电产业”“军民融合”两大投资重点，采取“小规模起步、边募边投”的原则，主要投向处于种子期、初创期且拥有创新技术与创新商业模式的科技企业。2016年8月，该基金一期已投资项目51个，带动社会投资超过5亿元；二期已投资早期项目22个，累计投资约2 200万元；三期已投资项目34个，累计投资1.8亿元。目前，中科创星已经成功培育高新企业80多家，其中7家在新三板挂牌上市。

有了科学技术的支持，中科创星是难得的在5G领域具有孵化能力的孵化载体，是孵化光电芯片领域的领跑企业。2019年9月，中科创星联合12家单位发起成立了国内首只专注于光电芯片领域的基金——陕西先导光电集成创投基金。

科技洞悉：对技术的发展持观望态度

科技发展提速，但具有不确定性，孵化机构正在积极留意科技的发展趋势，尚未对目标行业进行大规模调整。

孵化的全球化发展成为第二发展状态中孵化的特点，海外孵化器进入中国孵化市场，海外高新技术被引入中国市场，辅助国内高科技企业

出海寻找市场，成为新的海外孵化器的主发展模式。

2011年，瀚海控股集团在硅谷建立了第一个科技园区，开创了中国孵化器走出去的先河，之后陆续在洛杉矶、波士顿、多伦多、慕尼黑等地建立了8家科技、文化园区；2014年成立的太库则有“全球技术、太库加速”的口号，太库目前在全球范围内拥有创新合作伙伴225个，与全球50多个知名科研院校建立了合作关系；位于上海市杨浦区的国家技术转移东部中心也已经将自己的孵化器布局到美国。

案例1：太库

太库于2014年出现在北京，随后在上海、深圳、南京、固安、嘉善、香河、大厂、硅谷、首尔、柏林、特拉维夫、赫尔辛基等城市和地区设立了孵化器，构建了一个全球孵化网络。太库与华夏幸福合作建设高成长创业企业。

在全球孵化的发展过程中，不同地区的孵化器承载着不同领域技术创新产业化的重任。太库德国综合了创业加速器500 Startups和办公空间解决方案供应商雷格斯的部分业务，为入驻企业提供办公空间，并为对中国市场和资金感兴趣的入驻企业和会员企业提供对接企业和资金的服务。其中，柏林的重点在精密制造、生物材料、汽车新能源等领域。2017年6月6~8日，由10家具备核心优势技术的德国科技企业组成的“莱茵河考察团”先后赴南京、上海和北京考察。

太库AVR创新产业集群聚焦AI、5G、VR/AR（虚拟现实/增强现实）、互联网创新型技术领域，致力于打通硬件、算法、内容、行业、云平台、大数据安全、人才培养、政府产业园区共建、高校创新联合实验室等全产业链，构建垂直、开放、闭环的AVR生产业态。

此外，太库还建立了智能网联汽车全球研究院，以智能网联汽车整车技术和智能网联技术为双核心，逐步完善零部件技术及行业和产业标准，旨在创造更多科研成果，为智能网联汽车产业的发展蓄势，有效提高全产业链的打造能力和创新产业集群的建设能力，并以极强的新兴产业培育能力推动区域创新发展。

截至目前，太库科技孵化出的国内外人工智能企业总市值已经超过10亿美元。在其孵化出的1 300家企业中，有40%专注人工智能领域。

案例2：PNP（美国硅谷著名孵化器）

全球第一大孵化器PNP于2016年在北京中关村智造大街成立中国区

总部，并与钛媒体达成战略合作协议。目前PNP在北京、上海、深圳、苏州、杭州、郑州、重庆、西安等城市设有加速器，已累计投资、加速超过300家中国创业团队。

PNP着眼于跨境项目，利用直通粤港澳大湾区的优势，解决国外项目与国内资源对接合作的难题，帮助跨境项目落地生根、开花结果。

PNP还在智能汽车、创新医疗领域进行发力。2017年9月，PNP与全球领先的汽车电子及照明专家海拉进行战略合作，并将业务拓展至中国。PNP以汽车科技为出发点，对未来出行领域的生态合作模式进行了讨论，打破传统的地缘限制，将海外优秀的跨境技术引入武汉开发区。

PNP宣布与强生公司旗下的强生（中国）投资有限公司达成战略合作，双方将共同探索中国创新医疗模式。PNP和强生公司在中国成立了第一家合资企业——西安杨森制药有限公司。

科技探索：形成新意识，进行多路径的探索

孵化组织意识到科技会对环境造成影响，积极采取行动进行探索，最有效的孵化利用模式仍待验证。在科技力量的推动下，孵化的外部环境发生变化，甚至有改变过往供需关系的趋势。孵化机构从未来科技发展的角度出发，进行多方面的探索，多个与新兴技术结合的项目出现。

在互联网与大数据技术逐渐成熟的背景下，人工智能技术得到极大发展。2016年诞生了以寒武纪、科大讯飞等为代表的人工智能明星项目。另外，随着时间的推移，这种孵化环境的典型产物——独角兽企业的分支显著增多。

2012年，中国的独角兽企业分布于电子商务、网络安全、航天、网络社交、网络软件服务、硬件、能源7个行业。2017年，中国独角兽企业已经分布于13个行业。全球最大的AI独角兽企业商汤科技也诞生于中国。

随着科技的发展，外部环境开始发生变化，但外部孵化环境对孵化的影响仍然小于内部孵化环境，部分机构已经意识到这种技术发展带来的变化，开始进行不同路径的探索。

例如，依托互联网通信的万物工场，定位是人工智能硬件孵化平台，专注人工智能、物联网、智能硬件三大板块，旨在帮助初创企业解决产品商业化落地的产业链问题。除为创业者提供孵化器这样的基础服务之外，还在产品的定义、外观设计、硬件设计、软件设计、结构设

计、生产实施、物料采购及制造交付等环节扶持创业者。万物工场一期办公空间有1 000平方米，并设立了一个2 100平方米、建设投资总额约6 000万元的测试中心，在建的有3条试生产线，目标是打造“研发支持＋孵化服务＋开放平台＋创业培训＋定制生产＋销售转化的全产业链”服务体系。

案例：创新工场

创新工场成立于2009年，是国内较早以加速器、孵化器等形式向科技创业企业提供服务的机构。随着技术的进步，创新工场的定位不断调整。最开始的创新工场定位为加速器，2017年8月已重新定位为带有孵化功能的基金，2018年4月，创新工场变成了一家VC＋AI机构。

创新工场2009年刚成立时，正是移动互联网的风口，最初几年所投资的项目都是基于移动互联网的应用。

2016年之前，创新工场投资和孵化的目标是4个行业：智能硬件、消费互联网、互联网教育和数字娱乐。

人工智能技术的高速发展使创新工场改变方向，开始从孵化机构向投资机构转型。创新工场对自身的定位为“VC＋AI”，逐步“去孵化器化”，并开始从电子商务、移动互联网、在线教育等早期孵化行业向具有特色的人工智能领域转变。3年来，创新工场走访国外各大院校，深入了解了AI技术，整合院校和人才资源。



图4–16 创新工场的“**VC＋AI**”新尝试

数据来源：IKMResearch

创新工场关注的重点主要集中在以下5个领域：人工智能和大数据、消费升级、企业服务、教育、文化娱乐。创新工场在其中进行了大量的产业链投资。

公开数据显示，截至2018年3月，创新工场参与的投资为400多个，包括种子轮（3家，约478万元）、天使轮（179家，约7亿元）、A轮（162家，约36亿元）、B轮（51家，约28亿元）、C轮及以后（4家，约3亿元）、战略投资（5家，约2亿元）。创新工场的人工智能项目已经超过30个。

创新工场退出的项目包括：点心移动、友盟、豌豆荚、安全宝、智明星通、同步推、路况电台、考拉班车、美图秀秀、有妖气、魔图精灵、Vurb（一家移动搜索领域的技术公司）等。

另外，创新工场还成立了人工智能工程院，在2017年9月两次出资设立子公司发展人工智能。创新工场引入多位具有技术背景的高管进行人工智能资源辅导：谷歌前资深工程师王咏担任工程院副院长兼技术副总裁，微软研究院前主管研究员王嘉平担任副院长兼投资总监，曾在微软和Twitter（推特）任职的全栈工程师施晓晗任工程院数据科学副总裁。利用机器挖掘投资风口，可以使创新工场做出更好的投资决策。

深度发展：积极融入科技，形成具有特色的孵化

孵化组织意识到了科技对环境产生的影响，积极采取措施，开始形成具有自我特色的孵化。

（1）孵化项目所属行业发生变化

中美两国的独角兽企业数量约占全球独角兽企业数量的80%。与美国独角兽企业相比，中国独角兽企业聚集在新兴科技与互联网结合的领域，这个领域与人们的日常生活密切相关。

科技化的城市催生了大规模垂直领域的独角兽企业。2009年之前，中国与美国的独角兽企业集中在电商和绿能科技领域。近年来又在汽车科技、太空科技、建筑施工科技、医疗服务、物联网、AI、3D打印、健身等新兴领域蓬勃发展。中国的独角兽企业中，业务与生活相关的占了大多数，包括互联网与生活的融合，互联网、人工智能与制造业的融合，还有人工智能、大数据、生物科技等行业。与美国独角兽企业主要分布在新兴科技领域不同，中国在太空科技、建筑施工科技、医疗服务、物联网、3D打印、健身等行业中均没有出现独角兽企业，中国仅在汽车科技、AI这2个新兴技术领域进行了独角兽企业的孵化。

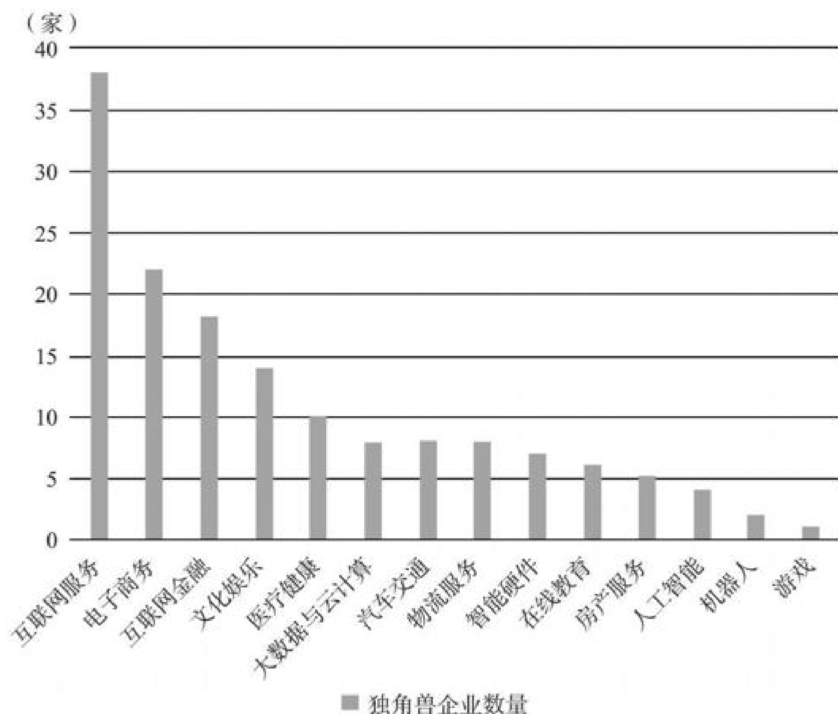


图**4–17 2018**年，中国独角兽企业的行业分布情况

数据来源：胡润研究院，IKMResearch

案例：联想之星

联想之星成立于2008年，10年来已经投资孵化了超过1 000家企业。联想之星投资孵化出的企业总融资额已高达1 100多亿元。从知乎到云海肴、中科纳通、国科天成，再到量子产品和卫星设备，都是联想在投资赛道上取得的佳绩。

创立之初就达到4亿元规模，作为当时国内罕见的巨型天使基金，联想之星很早就涉足新药研发等投资巨大、回报周期长、普通天使投资不敢碰触的领域。随着人工智能技术的发展，联想之星迅速调整思路，开始关注人工智能领域。

重新布局之后，联想之星投资的语音识别系统思必驰、人脸识别系统face＋＋，以及与虹膜识别技术有关的中科虹霸等一批项目不仅陆续拿到了数千万美元的融资，也逐渐成长为业界新贵。由于智能手机的快速普及，其投资的乐逗游戏，3年后就在美国纳斯达克上市了。

第二发展状态中，大型企业的表现

大型企业是科技的推动者，同时也受到科技力量的推动。与孵化机构不同，大企业中的科技项目起点与门槛高，人才储备比其他初创企业更加充分。在面对新型技术的冲击时，改革的阻力巨大，机遇与危机并存。

在第二发展状态中，科技的发展导致外部的孵化环境发生改变。这种变化使企业无法忽视环境，从而参与其中。企业、高校科学研究机构、其他组织的参与是第二发展状态的典型特征，主要存在以下两种情况：

延续保守状态

由于大型企业固有的商业模式已经经过市场检验，因而成为早期技术的受益者。面对新技术，固有商业模式难以快速转变，大型企业受到强大的技术改革阻力的影响，表现得更为保守。

大企业更容易成为技术进步的牺牲品。在数码相机技术的冲击下，发明世界上第一台数码相机的伊士曼柯达公司于2013年9月进行破产重组。在胶卷相机的时代，柯达曾经占据了全球胶卷市场2/3的份额，庞大的传统业务惯性，使柯达在新兴技术领域举步维艰。

采取科技变革策略

科技推动新兴企业成长。2007—2018年，　《财富》世界500强前10名的企业，业务由炼油、汽车、零售转变为炼油、汽车、零售、电力、互联网、保险，互联网科技企业的排名快速上升。

表4–13 2007年《财富》世界500强排名前10的企业名单

排名	公司英文名	中文常用名称	总部所在地	主要业务
1	Wal Mart	沃尔玛	美国	一般商品零售
2	Exxon Mobil	埃克森美孚	美国	炼油
3	Royal Dutch Shell	壳牌石油	英国 / 荷兰	炼油
4	BP	英国石油	英国	炼油
5	General Motors	通用汽车	美国	汽车
6	Toyota Motor	丰田汽车	日本	汽车
7	Chevron	雪佛龙	美国	炼油
8	Daimler Chrysler	戴姆勒–克莱斯勒	美国	汽车
9	Conoco Phillips	康菲	美国	炼油
10	Total	道达尔	法国	炼油

数据来源：《财富》，IKMResearch，2018

在2018年的《财富》世界500强企业名单中，中国企业位居榜单前列。

在全球企业利润率排名前10的榜单中，苹果、三星这样的科技企业位居第1与第5位，从炼油、汽车、零售等垄断行业中突围。多家企业利用科技增强企业竞争力。

苹果于2006年重回《财富》世界500强名单，排名第492位。随后，苹果的世界排名急剧上升，2018年排名第11位。

表4–14 2018年《财富》世界500强排名前10的企业名单

排名	公司英文名	中文常用名称	总部所在地	主要业务
1	Wal Mart	沃尔玛	美国	一般商品零售
2	State Grid	国家电网公司	中国	电力
3	Sinopec Group	中国石油化工集团	中国	炼油
4	China National Petroleum	中国石油天然气集团	中国	炼油
5	Royal Dutch Shell	壳牌石油	英国 / 荷兰	炼油
6	Toyota Motor	丰田汽车	日本	汽车
7	Volkswagen Group	大众集团	德国	汽车
8	BP	英国石油	英国	炼油
9	Exxon Mobil	埃克森美孚	美国	炼油
10	Berkshire Hathaway	伯克希尔·哈撒韦	美国	保险

数据来源：《财富》，IKMResearch，2018

华为2009年开始进入《财富》世界500强企业榜单，凭借在科技研

发方面的巨额投入，华为2017年排名第83位，较2016年上升46位。腾讯、阿里巴巴2017年首次进入《财富》世界500强企业榜单。

第二发展状态中，高校研究机构的表现

在第二发展状态中，科技发展会影响高校生源的专业分布，高校与科技界、工业界的联系日益紧密。

与人工智能相关的专业，录取分数线水涨船高

在人工智能技术突飞猛进的背景下，近年来，在高校中形成了开设人工智能专业的热潮。2018年4月，教育部印发《高等学校人工智能创新行动计划》，提出支持高校在计算机科学与技术专业设置人工智能学科方向，完善人工智能的学科体系，推动人工智能领域一级学科的建设，形成“人工智能＋X”复合专业培养新模式。到2020年，我国将建设100个“人工智能＋X”复合特色专业，建立50家人工智能学院、研究院或交叉研究中心。2018年6月，我国高校第一次在人工智能专业开展大规模的本科招生工作。

国内已有多所高校成立了人工智能学院或人工智能研究院。据不完全统计，2017—2018年，先后有中国科学院大学、西安电子科技大学、苏州大学、南宁学院、湖南工业大学、上海交通大学、重庆邮电大学、南京大学、长春理工大学、哈尔滨工业大学、天津大学、南开大学、辽宁工程技术大学、杭州电子科技大学、吉林大学等高校成立了人工智能学院或人工智能研究院。截至2017年12月，全国共有71所高校围绕人工智能领域设置了86个二级学科或交叉学科。教育部2018年认定了首批612个“新工科”研究与实践项目，并布局建设了57个人工智能类项目。

2018年新公布的首批“新工科”研究与实践项目名单中，包括了202个“新工科”综合改革类项目和410个“新工科”专业改革类项目。其中，“新工科”专业改革类项目涵盖了19个项目群。

人工智能是目前最受关注的新兴技术领域之一，中国众多高校陆续加入新兴技术人才培养大军。

表4–15 我国高校人工智能学科培养动态

时间	学校	招生层次	培养动态
2018 年	重庆邮电大学	本科生层次 研究生层次	重庆邮电大学与科大讯飞公司合作成立了二级学院，将依托学校在全国最早一批设立的“智能科学与技术专业”和新增的“数据科学与大数据技术”专业对本科生进行培养
2018 年	南京大学	本科生层次	学院由长江学者、南京大学计算机系的周志华教授主持工作。学校同时与京东、科沃斯、旷视三家企业签订了战略合作协议，共建学生实训基地，学生将在高水平教师的指导下，在真实的人工智能应用领域开展实践学习
2018 年	长春理工大学	研究生层次	将学校主干学科光学工程、仪器科学与技术、机械工程、电子科学与技术、信息与通信工程、控制科学与工程、计算机科学与技术等与人工智能结合进行研究
2018 年	哈尔滨工业大学	研究生层次	研究院将面向人工智能科学、技术和产业，汇聚一流的研究队伍，创造一流的研究成果，培养一流的科技人才，打造一流的人工智能创新基地。目前，已有 30 位研究人员入驻人工智能研究院
2018 年	天津大学	研究生层次	在认知计算、机器学习、数据挖掘、模式识别、计算机视觉、语音信号处理，自然语言处理等领域已取得一大批成果
2018 年	南开大学	研究生层次	重点聚焦人工智能方法与智能机器人系统，用人工智能的方法提升机器人的智能化水平，同时以机器人系统的具体需求推动人工智能方法的发展
2018 年	辽宁工程技术大学	研究生层次	校企共建人工智能实验室，面向全校学生招收人工智能、云计算、大数据、“互联网 +”等方向的腾讯卓越班，培养“专业 + 人工智能”的新工科人才
2018 年	杭州电子科技大学	研究生层次	在“大数据智能与智能制造”“自主智能与无人系统”“人机混合智能与智慧健康”3 个方向形成特色
2018 年	吉林大学	研究生层次	学校在人工智能研究领域有着比较雄厚的科研积淀和育人基础。1977 年，王湘浩院士在国内率先举起了人工智能研究的大旗
2018 年	西安交通大学	本科生层次	成立人工智能拔尖人才培养试验班，2019 年面向全国招生
2017 年	中国科学院大学	研究生层次	我国人工智能技术领域首个全面开展教学和科研工作的新型学院。人工智能技术学院面向国际科学前沿，下设模式识别、人工智能基础、脑认知与智能医学、智能人机交互、智能机器人、智能控制等 6 个教研室
2017 年	西安电子科技大学	本科生层次 研究生层次	人工智能学院下设智能科学与技术国家级特色专业（本科），在模式识别与智能系统、系统工程和智能信息处理等相关学科招收博士和硕士研究生

时间	学校	招生层次	培养动态
2017年	苏州大学	本科生层次 研究生层次	逐步形成"人工智能+X"的复合专业培养新模式，在人工智能医疗大健康、机器人、AR/VR、智慧城市等多个方向上开展原创性重大理论与实践问题研究
2017年	南宁学院	本科生层次	南宁学院科大讯飞人工智能学院采取"双主体"管理的合作办学模式，共建学科专业群，共建师资队伍，共建人工智能体验厅、创新创业孵化器及专业实验室等
2018年	湖南工业大学	本科生层次	开设智能科学与技术、数据科学与大数据技术、机器人工程3个新专业，并将计算机学院的计算机科学与技术专业并入人工智能学院
2018年	上海交通大学	研究生层次	围绕数据、算法、芯片三大要素，建立一个"创新人才、创新成果、创新应用"三位一体的人工智能研究院。研究院将重点开展人工智能基础理论与技术、人工智能芯片与系统构架、智能网联汽车应用等方面的研究

数据来源：教育部，IKMResearch，2019

受到科技发展的影响，中国高校及时调整专业设置，对冷热门专业重新进行教师人才、招生指标分配，成为第二发展状态中高校研究机构的重要表现。

高校与新兴科技企业的合作与联系日益紧密

高校与企业进行更深入、更广泛的合作，人才培养与时俱进。

表4–16 校企深化产学研合作

时间	学校	校企合作动态
2019年	浙江大学	与蚂蚁金服共同宣布联合成立浙江大学金融科技研究中心 与杭州相芯科技有限公司联合成立"智能图形计算联合实验室"等
2019年	浙江工业大学	网易云与浙江工业大学进行"校企共建大数据专业"战略合作
2018年	清华大学	携手拜腾，在位于南京的拜腾全球总部正式启动"拜腾创想家计划"。美术学院工业设计系交通工具专业的三年级学生会在此进行汽车设计方面的全方位学习 与戴姆勒在德国总理府签署合作意向书，进一步深化双方在可持续交通研究领域的合作，重点扩展在自动驾驶和智能交通领域的研究，继续推动交通领域产学研结合的发展新模式
2017年	麻省理工学院	IBM（国际商业机器公司）与MIT（麻省理工学院）签署协议，将在未来10年内投资2.4亿美元打造MIT–IBM沃森人工智能实验室，吸纳来自IBM和MIT的研究人员，该实验室的知识产权将由双方共同享有，部分技术将应用于IBM的产品和服务中

数据来源：IKMResearch，2019

企业与高校合作，可以促进高校重要技术进行市场化转变，在企业

人才争夺战中获得先机。这种外部科技的快速发展，使校企能进行更加有效的合作，是一项多方共赢的重要举措。

高校科技资源进一步向市场转化

中国高等院校和科研机构一直以来都在承担社会技术研发的重要任务，技术密度较集中，但科技成果转化率较低，专利沉睡现象明显。国家知识产权局2016年对905所高校和科研机构截至2014年底的全部有效专利数据进行测算，发现“高校专利许可率2.1%、转让率1.5%，科研单位专利许可率5.9%、转让率3.5%”。据《2017年高等学校科技统计资料汇编》，全国各类高校全年专利授权共229 458项，合同形式转让4 803件，转化率只有2%。中国高校的科技成果转化率及产业化程度远低于发达国家40%～60%的平均水平。

孵化载体是中国创新体系的重要组成部分，但整体的科技转化能力有待提升。2018年，中国发明专利申请量为154.2万件，国内发明专利授权34.6万件。平均每万人发明专利拥有量11.5件，孵化器平均拥有发明专利的密度更高。2018年，全国孵化载体中的在孵企业为205 972家，平均在孵企业发明专利拥有量为0.42件，孵化载体具有将科学技术进行市场转化的重要功能，平均企业发明专利占有量仍不足。

表4–17 在孵企业获得知识产权的情况（单位：件）

年份	当年知识产权申请量（件）	有效的知识产权数量（件）				
		总数	发明专利	软件著作权	集成电路布图	植物新物种
2016	139 953	222 973	51 953	63 818	2 376	698
2017	190 976	307 343	69 597	100 750	3 198	817
2018	268 139	440 757	86 237	157 570	2 736	894

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch

面对沉睡的技术宝藏，中国孵化载体仍有较大的挖掘空间，并成为市场与技术的重要桥梁和纽带。国外科技成果转化做得比较好的高校、科研院所大都有专门的技术转移办公室，有一批非常专业的技术经理人参与其中，一面对接高校、科研院所，一面对接企业，促进科技成果转化。例如，牛津大学ISIS科技创新有限公司是牛津大学100%控股的研究和技术商业化公司，是英国产量最高的技术转移机构。自创立以来，通过咨询、专利授权许可以及创立衍生公司等形式，将牛津大学的研究成

果商业化。ISIS公司通过帮助学校将研究结果进行商业转化，能够达到学校、研究人员、转化部门的三方共赢。

表4–18 ISIS公司的技术转化收益分成

总净收益分档	研究者个人	大学通用基金	院系基金留存	ISIS 公司
7.2 万英镑以下	60%	10%	0%	30%
7.2 万 ~72 万英镑	31.5%	21%	17.5%	30%
72 万英镑以上	15.75%	28%	26.25%	30%

数据来源：ISIS官网，IKMResearch

市场与技术连接的专业性要求高，急需培养专业人才。引入技术经理人全程参与成果转化，扩大技术奖励股，让科研管理人员、技术经理人能够参与其中，帮助科技成果更加灵活地进入市场。让科研人员安心进行科学研究，使专业人才能够专注市场。

2019年初，国务院办公厅印发《关于抓好赋予科研机构和人员更大自主权有关文件贯彻落实工作的通知》，提出“允许转制院所和事业单位管理人员、科研人员以‘技术股＋现金股’形式持有股权”“引入技术经理人全程参与成果转化”等意见。中国“技术经理人”已经出现在孵化发展之路上，结合未来可见的政策利好，中国实现现代化的专业孵化指日可待。

第二发展状态是孵化发展的必经之路

要想实现科技的健康发展，第二发展状态是必经之路，是多方充分变更策略、经历磨合的重要阶段。

过去局部科技过热，全民涌入特定领域，揠苗助长，破坏了科技长远发展的根基。1982年，日本围绕大型计算机制定了“第五代计算机技术开发计划”，但因PC时代的到来，大型计算机快速失去了商业价值和应用场景，计划失败。日本计算机科学、通信科学等专业毕业的人才流入美国、中国等互联网高速发展的市场，人才大量流失海外。

第三发展状态：科技发展使外部环境发生巨大变化，外部环境对创新孵化的影响难以忽略

科技组织模式不断发展，技术更替周期越来越短，给孵化带来了很

大的不确定性。在第三发展状态中，科技推动环境产生显著变化，外部孵化环境对孵化的影响远远大于内部孵化环境。受此影响，内部孵化环境中的原有孵化模式受到冲击。第三发展状态中的孵化产生质变。

第三发展状态的定义

由于受到科技力量的驱动，外部孵化环境的影响超越内部孵化环境的影响，原有的孵化发展模式受到影响，孵化机构的发展模式被颠覆。第三发展状态是孵化的最高级状态，也是孵化最为活跃的发展状态。

第三发展状态的特征

1．外部孵化环境的影响占据主导地位，孵化方式发生巨大改变，孵化存在以下几种状况：

维持原状，缺乏科技论证，忽视科技对现有状态的冲击；自我革新，对科技进行吸纳与应用；外部吸纳，与企业合作；另辟蹊径，评估科技状态与反应时间的差距；建立新规则，换道超车。

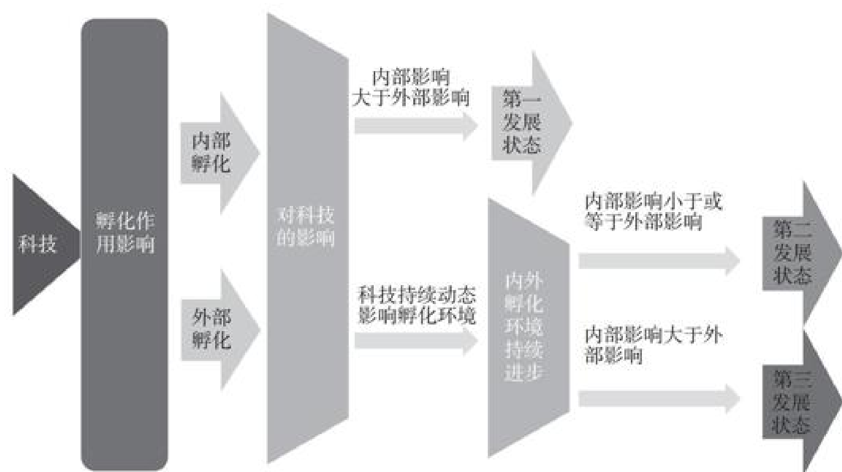


图4–18 孵化的三个发展状态

数据来源：IKMResearch

2.高门槛类型的孵化成为发展主流，企业取代原有的孵化机构成为孵化的主力军

外部孵化环境发生变化，原有孵化机构所主导的低科技门槛类型的孵化机构力量被削弱，对高技术含量项目的吸引力急剧下降。企业有强大的技术作为支撑，是最具孵化能量的组织。外部孵化环境发生变化，市场需求不断调整，大型企业重新在多方面对孵化进行布局，取代原有孵化机构，成为孵化的主力军。

科技所处的环境：外部孵化环境占据主导地位，原有模式面临被颠覆的风险

外部孵化环境的变化导致市场的供需关系发生变化，孵化产生质变。按照目前全国居民人均可支配收入与人均GDP比值的关系推测，到2020年，人均GDP将突破1万美元，人均可支配收入将较2010年翻番，居民消费习惯发生改变。

科技的发展使人们的生活需求发生了明显变化。2012—2016年，食品烟酒、衣着的消费占比逐渐下降。交通通信、文教娱乐、医疗保健三大板块的消费占比提升明显。

这三方面消费占比的提升，与该段时间移动互联网的蓬勃发展、培训教育观念的改变以及医疗卫生事业的发展息息相关。

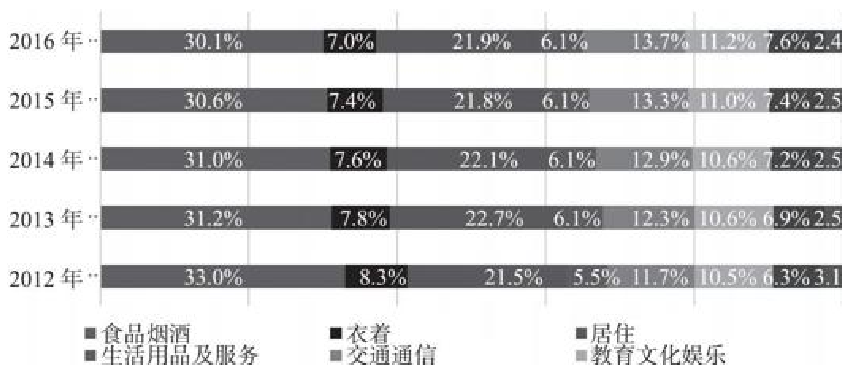


图4–19 居民消费结构变化：服务型消费占比增加

数据来源：国家统计局，IKMResearch

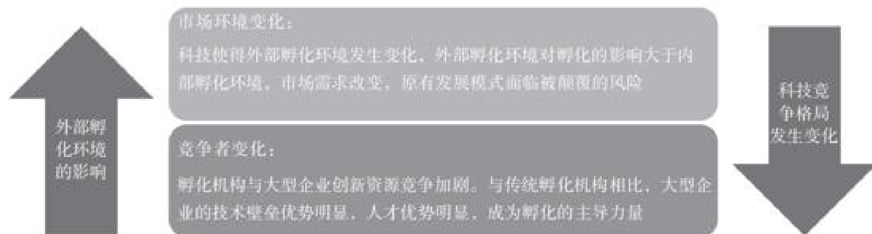


图4–20 第三发展状态中，科技竞争格局发生变化

数据来源：IKMResearch

孵化机构与大型企业在创新方面的竞争加剧。与传统孵化机构相比，大型企业的技术壁垒优势明显、人才优势明显，成为孵化的主导力量。

第三发展状态：高技术壁垒的孵化成为主流模式

第三发展状态中，具有高技术壁垒的孵化成为主流发展模式，企业是孵化的主导力量。孵化机构、企业、高校科研部门及其他组织开始采取多种应对方案。

维持原状型	自我改造型	外部吸纳型	改道超车型
不受新兴科技的影响，对原有业务、技术继续钻研	利用未来可见的技术进行自我改造，设置新技术部门或增加新技术相关应用产品	不在内部进行新兴技术探索，与外部领先公司、机构进行合作	直接避开在新兴、热门技术领域与其他组织、机构的竞争，通过对其他技术的研究，建立新规则，以保持新的竞争优势

图4–21 第三发展状态中的4种主要应对方案

数据来源：IKMResearch

保持现状型

外部孵化环境发生变化，但部分企业对潜在的风险与威胁的判断出现失误，低估环境变化带来的影响。孵化不受新兴科技力量的影响，孵

化机构继续对原有业务、技术进行钻研。

（1）凤凰——掠过电动自行车行业的机遇

20世纪60年代到80年代，凤凰自行车是全国家喻户晓的名牌。90年代初，中国出口的自行车有1/3是凤凰牌。凤凰自行车曾连续8次在全国同类产品质量评比中荣获第一名，获国家银质奖。90年代开始，中国的自行车零部件及整车厂家数量猛增，自行车市场已经从卖方市场转变为买方市场，行业趋于饱和。凤凰自行车缺乏对电动自行车行业未来发展趋势的正确评估，错失发展的黄金期。直到2010年，凤凰才终于扩展了产品线，开始生产销售电动车、童车以及轮椅等多元化产品。

从20世纪70年代开始试研制，到21世纪初实现产业化，电动自行车逐渐发展成为行业主流，传统自行车市场倍受挤压。国家统计局和中国汽车工业协会发布的数据显示，2018年上半年，电动自行车产量达1 344.2万辆，同比增长7.7%，而两轮脚踏自行车的降幅为32.1%，电动自行车和两轮脚踏自行车的产量逐渐接近。

两轮脚踏自行车与电动自行车相比，销量降低明显，生存空间受到挤压。2012年，两轮脚踏自行车产量为5 912.5万辆，2017年为5 898.8万辆。

除了新兴技术带来的竞争以外，产品自身的核心竞争力尚未得到提升，产品档次不高。出口产品中，80%以上是为国外贴牌或定牌生产的，国内自行车厂家没有话语权，产品被以极低的价格销售到世界各地，行业整体利润被压缩到最低。2017年，自行车行业实现利润68.66亿元，同比减少20.68%。

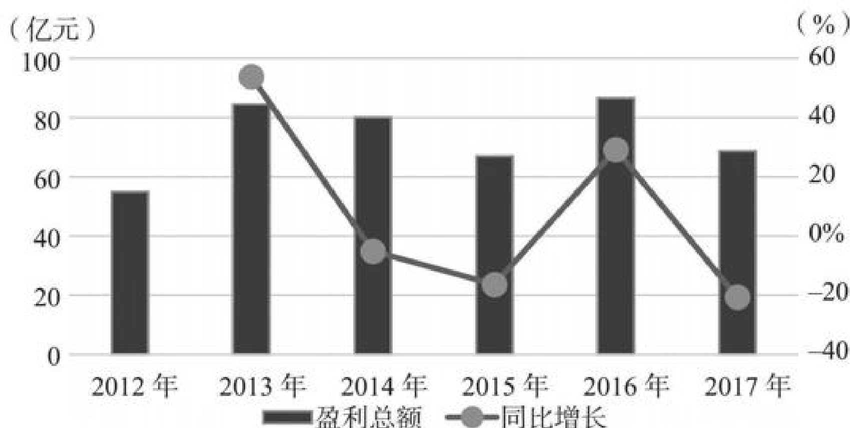


图4–22 自行车行业的盈利情况

数据来源：前瞻产业研究院，IKMResearch

（2）金立——错失智能手机发展的黄金期

金立曾经是一代技术创新的典范，搭建了国内第一条专门研发手机的试生产线。金立手机成立于2002年，巅峰时期曾经占据国内市场1/4的份额，打败过步步高，发展势头曾比肩三星、诺基亚等国际手机厂商。

昔日功能机时代的巨头，在智能机时代却逐渐落后。金立手机2016年全年销售量为4 000万台，2017年全年销售量为1 494万台，2018年上半年，其销售量仅为373万台。金立自2018年1月陷入“欠债门”后，便再难以脱身。

新技术层出不穷，而金立的反应能力过慢，创新能力不足。2009年，苹果研发出第一台智能手机。2010年，随着iPhone 4（苹果第4代手机）的上市，功能机和智能机被划分为两个时代的产品。小米、OPPO、vivo等手机品牌趁势而起，金立却未跟上发展的脚步，直到2011年才推出首款智能手机。

在研发方面的投入不足，资源被过度投入到营销推广活动中，这是金立逐渐没落的关键原因。在手机行业前景大好的时候，金立没有扩大手机产量和改进营销模式，而是把更多的资源投入到金融与地产领域。2016—2017年，金立的营销费用和投资费用达到60亿元。金立近3年的对外投资金额也有30多亿元，两项费用合计超过100亿元，其中仅2017年用于S和M系列产品的推广费用就有约19亿元。巨额的广告投入并没有换来巨大的销量，在线下进行正面竞争时，OPPO、vivo在产品、渠道等方面有明显优势，金立过度的营销投入没有打垮对手，却使自己深陷泥潭。

（3）小天鹅——被收购的昔日洗衣机行业巨头

总部位于江苏无锡的小天鹅公司始建于1958年，是国内最早一批进入洗衣机领域的家电企业。1978年，小天鹅成功生产出中国第一台全自动洗衣机。20世纪90年代，小天鹅曾连续多年领跑国内洗衣机行业。1996年和1997年，公司分别发行B股和A股，成功在深交所上市。



图**4–23** 小天鹅的成长历程

数据来源：网络公开，IKMResearch

新时代的消费市场风向转变，昔日巨头陷入巨额亏损的泥潭。2002年，小天鹅公司出现了4.18亿元的巨额亏损。2008年初，美的集团以16.8亿元收购无锡国联集团所持有的小天鹅24.01%的A股股份，正式入主小天鹅。2018年，美的换股吸收合并小天鹅。

被美的合并的小天鹅凭借技术优势重新迸发出了市场活力。2018年6月，全球电气界“诺贝尔”——VDE（德国电气电子及信息技术协会检测认证研究所）向小天鹅颁发了“冷水洗涤技术认证”“BLDC（直流）电机25年使用寿命”“CIM（交流）电机25年使用寿命”三项顶级认证证书。小天鹅开创的滚筒冷水洗涤技术使洗衣机技术迈出了革命性的一步。2018年上半年的洗衣机销售市场中，小天鹅排名第二，市场占比约为18%。

自我改造型

企业利用技术进行自我改造，设置新技术部门或增加新技术相关的应用产品。新兴科技潮流对原来的技术造成冲击，企业的跨界意识增强，不再局限于自身产品领域。苹果、谷歌、阿里巴巴、华为、百度等互联网企业在汽车领域开展相关业务，格力、360等企业则进军了手机行业。

物联网技术前景广阔，各大厂商探索突破口，对智能汽车、智能音箱、智能穿戴设备、智能家居系统等多种产品进行跨界探索。

2014年3月，Deep Brain团队发布了全球首款智能音箱——小智超级音响。中国智能音箱市场沉寂很久，直到亚马逊发布Echo智能音箱引爆市场后，才开始发力。先是“中国版Echo”京东叮咚发布，随后酷狗、

阿里巴巴、小米、百度、华为等企业纷纷跨界入局。近年来，智能音箱的中低端产品较受欢迎，价格从169元到899元不等。

表4–19 各大厂商跨界智能音箱领域

公司	产品名称	上架年月	价格（元）	公司	产品名称	上架年月	价格（元）
京东	叮咚青春版	2015 年 2 月	199	Rokid	Pebble	2017 年 6 月	1 399
京东	叮咚音箱 A1	2015 年 8 月	399	阿里巴巴	天猫精灵 X1	2017 年 7 月	499
飞利浦	小飞	2015 年 8 月	999	出门问问	Tichome	2017 年 8 月	999
O_2	O_2 云音响	2015 年 8 月	899	小米	小米 AI 音箱	2017 年 9 月	299
JBL& 京东	JBL Go Smart	2016 年 1 月	399	Sonos	Sonos One	2017 年 11 月	1 880
Rokid	Alien	2016 年 1 月	5 280	百度渡鸦	raven H	2017 年 11 月	1 699
索尼	SRS- X99	2016 年 1 月	4 988	小米	小爱音箱	2018 年 3 月	169
美的	糖果盒	2016 年 1 月	699	百度	小度在家	2018 年 3 月	599
京东	叮咚音箱 A3	2016 年 11 月	599	腾讯	腾讯听听	2018 年 4 月	699
酷狗	潘多拉	2016 年 1 月	399	华为	华为 AI 音箱	2018 年 1 月	399

公司	产品名称	上架年月	价格（元）	公司	产品名称	上架年月	价格（元）
联想	联想智能音箱	2017 年 2 月	899	百度	小度智能音箱 Pro	2018 年 11 月	399
京东	叮咚 TOP	2017 年 6 月	299	腾讯	腾讯叮当智能屏	2018 年 12 月	899
京东	叮咚音箱 2 代	2017 年 6 月	799	小米	小爱触屏音箱	2019 年 2 月	299
喜马拉雅 FM	小雅 AI 音箱	2017 年 6 月	999				

数据来源：网络公开信息，IKMResearch

在智能汽车（网联汽车）领域，除了传统车企积极进行相关研发以外，互联网企业亦参与其中，庞大的网联汽车生态体系正在形成。到2020年，我国智能汽车市场规模将接近600亿元。有机构表示，受政策扶持和汽车技术进步影响，无人驾驶汽车的产业化步伐将提速，并催生

包括硬件终端、传感器、运营服务在内的车联网市场，潜在市场规模达千亿元。

表4–20 智能汽车研发产业链入局企业

产业	企业	布局
硬件巨头	Nvdia（英伟达）	发布车载超算平台 Nvida Drive PX2，与奥迪合作研发基于 Nvdia AI 驾驶系统的自动车型，计划在 2020 年前上市
	Intel（英特尔）	购买 HERE 地图 15% 股份，推出应用 5G 技术的自动驾驶平台 Intel Go，以连接汽车与云计算服务；与宝马、Mobileye（全球著名的无人驾驶汽车技术公司）共同推出 40 辆内置 Intel Go 的宝马汽车
	高通	收购汽车芯片厂商恩智浦，与大众合作，将车规级处理器骁龙 820A 用于大众汽车，同时致力于对 V2X 的研发
车厂	宝马	基于全新的宝马 5 系推出自动驾驶 L3 级原型车
	奥迪	与 Nvdia 合作，计划在 2020 年推出量产版自动驾驶汽车，并计划在 2020 年生产出 L4 级的完全自动驾驶车辆
	奔驰	与 Nvdia 深入合作，基于 Nvdia 的自动驾驶平台 Drive PX2 推出一款全人工智能介入的合作车型；智能互联、自动驾驶、共享出行以及纯电驱动是发展重点
车厂供应链	博世	发布搭载了先进的人机交互系统的概念车，该系统还能直接连接车辆的自动驾驶系统，显示汽车环境传感器探测到的情况，并承担在必要时呼唤驾驶者重新控制车辆的职责
	德尔福	与 Mobileye 共同开发的中央传感定位与规划自动驾驶系统，是完全集成的自动驾驶解决方案，配备了感知系统和计算平台
互联网车厂	特斯拉	发布“具有全自动驾驶功能”的 Autopilot 2.0 系统
	百度	Apollo 自动驾驶开放平台 2.0 版，云端服务、软件平台以及参考车辆平台的四大模块全部开放，将实现简单城市道路的自动驾驶
	腾讯	推出腾讯车联 AI in Car 系统，合作广汽、长安、吉利、比亚迪、东风柳汽；合作长安欧尚，搭载腾讯云小微 AI 语音平台的汽车上市；领投蔚来，入股特斯拉
	阿里巴巴	与上汽合作，推出荣威 eRX5 等数款电动车
	蔚来	推出首款量产车 ES8、EP9，发布 EVE 概念车
智能地图	四维图新	提供数字地图、车联网及动态交通信息服务
	万航科技	进行嵌入式多媒体、北斗 /GPS（全球定位系统）导航、无线通信技术等车载电子产品的研发、生产、服务

数据来源：公开信息，IKMResearch，2018

（1）阿里巴巴

阿里巴巴集团创立于1999年，是一家提供电子商务在线交易平台的公司，业务范围涉及B2B贸易、网上零售、购物搜索引擎、第三方支付和云计算服务。阿里巴巴集团几经转变，从互联网时代的电商巨头发展为一个创新集合载体。

从淘宝开始发展，以零售业务为核心，阿里巴巴集团形成了庞大的生态圈，综合覆盖C2C、垂直B2C、团购、物流、广告营销、互联网金融、数字娱乐、计算能力等领域。

阿里巴巴善于进行自我革新，蚂蚁金服等超级独角兽企业均是阿里巴巴内部孵化的产物。2017年，阿里巴巴成立达摩院，立足于基础科学，开始进行量子计算、机器学习、视觉计算、自然语言处理、下一代人机交互、传感器技术等新兴技术研究。达摩院聚焦机器智能、数据计算、机器人、金融科技、X实验室等5个研究领域，设置了14个实验室。

达摩院吸引了许多国际一流科学家，他们会在科技前沿领域进行深入学习和探索。

①第三方支付：蚂蚁金服

蚂蚁金服是全球第一大独角兽企业，前身为小微金服。蚂蚁金服目前是国内拥有最全金融牌照的企业，除了传统的银行、基金、保险牌照外，还有传统金融机构没有的第三方支付、众筹、征信牌照。

蚂蚁金服内部创新力强，处于全球第三方支付公司的头部梯队。蚂蚁金服的“BASIC”战略布局确定了以Blockchain（区块链）、AI、Security（安全）、IoT（物联网）、Cloud（金融云）为重点的发展方向，以上技术也为蚂蚁金服搭建了多种使用场景。

有了技术手段的帮助，蚂蚁花呗与借呗的不良率与坏账率远低于银行平均水平。截至2018年6月末，蚂蚁借呗贷款逾期率为1.47%，不良率为0.96%。

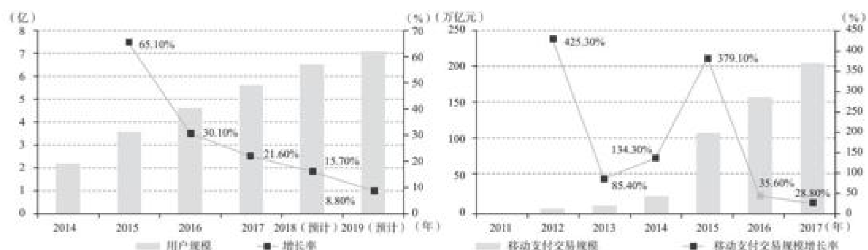


图4–24 蚂蚁金服的用户规模与交易规模在不断增长

数据来源：Wind，IKMResearch

蚂蚁金服几乎覆盖了线上线下生活消费和金融理财的所有场景。生活消费如网上购物、线下零售支付、日常缴费、转账汇款、游戏、餐饮、校园服务、交通与医疗、政务服务、公益等；金融理财包括基金、保险、信贷、证券等。

②新零售领域：盒马鲜生

盒马鲜生是阿里巴巴实现全渠道覆盖的一次重要尝试，也是阿里巴巴在零售领域新的孵化。盒马在门店覆盖的半径区域内实现了30分钟送达的承诺，按照盒马给出的数据推测，盒马整体是亏损状态，仍处于培育阶段，但全渠道融合的坪效远高于传统门店。同时，线上资源的接入，使线下的流量进一步导入线上，包括支付的赋能、流量入口的赋能等。

为了补足自身物流的短板，阿里巴巴通过平台的形式整合物流资源，成功孵化了菜鸟网络。

③云服务领域：阿里云

2009年，阿里巴巴成立阿里云，致力于打造公共、开放的云计算服务平台，目标是使阿里云成为全球领先的云计算服务平台。2019年，阿里云已成为中国最大的公共云服务商，用户量和市场份额遥遥领先。

阿里云在市场站稳脚跟后仍在持续不断进行革新。2015年，阿里云推出国内首个人工智能平台DTPAI，2016年成立人工智能实验室，2017年入选首批国家新一代人工智能开放创新平台名单。以阿里云为基础，阿里巴巴在家居、零售、出行、金融和智能城市、智能工业6方面进行了产业布局。2018年第一季度，阿里云发布的316个新产品（特性）中，超过60个与人工智能、数据管理与安全有关。

（2）勇于自我革新的百度

百度成立于2000年，始终处于搜索行业领头的位置，占据PC端与移动端超过75%的市场份额，覆盖中国97.5%的网民，拥有超过6亿用户，日均响应搜索60亿次。受用户检索习惯的变化，百度营收一度下滑。自2013年起，百度利用人工智能技术，进行了一场积极的自我革新。

2013年，百度成立深度学习研究院，开始进军人工智能领域。2017年提出“All in AI”战略，已经推出智能驾驶Apollo、智能语音Duer OS两个开放平台，全力发展人工智能技术及应用。

①人工智能布局：Duer OS智能语音交互平台

百度未来关于AI开放生态的布局主要以百度大脑（人工智能）和智能云（大数据＋云计算）为基础，重点构建Duer OS智能语音交互平台和Apollo智能驾驶开放平台。

开发智能语音技术，积极争取用户及数据入口。截至2018年底，百度Duer OS智能设备的激活量已经超过9 000万，月活跃设备超过2 500万。Duer OS平台持续扩大，合作伙伴已经超过200家，搭载Duer OS落地的主控设备达110款，Duer OS平台上的开发者群体已经超过2万人，均属于国内领先水平。

②人工智能布局：Apollo智能驾驶开放平台

2015年12月，百度成立自动驾驶事业部，并在2016年获得全球第15张美国加利福尼亚州自动驾驶路测牌照。2017年11月，科技部公布了首批4个国家新一代人工智能开放创新平台名单，其中包括依托百度建设的自动驾驶国家新一代人工智能开放创新平台。目前，百度Apollo自动驾驶开放平台已经更新到2.0版本。

截至2019年，百度Apollo平台与金龙客车合作的“阿波龙”迷你巴士将开始量产，与江淮、北汽和奇瑞合作的自动驾驶汽车也在2019—2020年开始量产，寻求自动驾驶汽车的商业化落地。

百度不断在自动驾驶领域扩大与汽车厂商的合作，包括中国一汽、沃尔沃、大众、福特等汽车企业。其中，与一汽联合推出了中国首款具备量产能力的L4级自动驾驶乘用车——红旗“E·界”。

百度自动驾驶与国内外主流汽车厂商均达成了良好的合作意向，在自动驾驶领域，百度处于领头位置。

（3）向创新平台转型的硬件企业“海尔”

海尔集团是世界第4大白色家电制造商，是中国最具价值的品牌，旗下拥有240多家法人单位，在全球30多个国家建立了本土化的设计中心、制造基地和贸易公司，全球员工总数超过5万人，科技、工业、贸易、金融为其4大支柱产业。海尔已经发展成为全球营业额超过1 000亿元的跨国企业集团。

近年来，海尔不断进行组织变革，创造性地在企业内部探索“人单合一”模式。将组织结构从原来的串联式结构（市场调研→研发→制造→分销）变成并联式结构（每个组织从市场调研到分销都是一个整体），充分激发员工动力。将海尔内部孵化的智能硬件、互联网+、电子商务、大数据、工业4.0等已经进入孵化中早期的小微企业注册至青岛国际创新园，引入“海创汇”进行加速培育，共同打造国内一流、国际知名的创客孵化品牌，营造良好的创新创业生态环境。



图4–25 海尔HOPE平台的孵化设计结构

数据来源：IKMResearch

在企业组织上，海尔充分发挥所长，打造了企业内部孵化平台——HOPE，鼓励员工成为创客，发挥员工的创造性。短短3年时间，海尔已培育出180家内部创业企业，包括雷神、雷霆世纪、TAB、小厨师等多个小微品牌，涵盖电脑游戏、智慧教育、智能家居等多个领域。

COSMO Plat是海尔自主研发的开放式工业平台，聚集了海尔内部IT人员、服务商、外部企业IT人员和个人开发者等数千名开发者和数千个工业应用程序，已成为工业应用程序开发者的双创空间。海尔COSMO Plat开始向世界输出中国模式。

海尔互联工厂是目前全球规模最大、柔性最高的滚筒洗衣机模块化制造基地，具备400余种型号产品的制造能力，产品覆盖5~13千克不同容积的全系列产品，包括纤见洗衣机、双子云裳洗衣机、直驱洗衣机等。内筒成型、外壳钣金等工序实现了智能化操作。在海尔，一张铁皮变成一台洗衣机仅需38分钟。海尔重视技术创新，在专利质量、专利标准、获得国家科技进步奖的数量、工业设计获奖数量4项上均是全国第

一。海尔累计获国家科技进步奖14项，其中包括行业中唯一的一项一等奖，遥遥领先第二名及第三名的单位（累计获奖5项）。海尔拥有海外专利9000多件，还拥有80%的国际标准修订提案和国际标准专家，仅有不到20%的国际标准提案来自其他企业。海尔的工业设计累计获得iF设计奖和Red Dot（红点奖）奖107项。

据中国品牌总网不完全统计，海尔的原创科技至今已被竞争对手模仿了112次，从全空间保鲜冰箱、免清洗洗衣机、自清洁空调到断电不化冻冷柜、防干烧燃气灶、防电墙热水器等产品，都成为对手竞相模仿的产品。而诸如无压缩机酒柜、分区洗洗衣机、换新风空调、主动消除一氧化碳的燃气热水器等产品，至今没有对手能够成功模仿。海尔以世界第一家电品牌集群建成的智慧家庭第一平台，使中国的智慧家庭落地进程领先欧美达5年。

外部吸纳型

外部吸纳型是指不在组织内部进行新兴技术探索，而与外部领先公司、机构进行合作。外部吸纳的具体操作方式各异，主要是对有潜力或发展完善的科技应用方进行股权投资。

百度、腾讯、阿里巴巴通过投资来守护企业护城河。2017年，百度、腾讯、阿里巴巴共有197起投资，其中腾讯113起、阿里巴巴45起、百度39起。

（1）腾讯

腾讯对文化娱乐产业的偏好尤其明显，28起文娱投资在总投资中的占比高达25%，包含罗辑思维、知乎、超神影业等，此外还有6%的游戏投资。

腾讯系的投资：腾讯产业共赢基金是腾讯公司旗下的企业创业投资平台，主要关注网络游戏、社交网络、无线互联网、电子商务以及新媒体等领域。其类别、数量以及投资金额如下：

表4–21 腾讯的投资情况

投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）	投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）
教育	25	44.3	广告营销	3	8.7
金融	25	579	硬件	18	71.3
汽车交通	42	1 312.3	文化娱乐	112	492
房产服务	8	460.6	企业服务	38	820.8

数据来源：投中网，IKMResearch，2018

2009—2018年，腾讯的投资主要集中在汽车交通、企业服务、本地生活、金融和文化娱乐5个板块，其中文化娱乐产业的投资数量最多。

（2）阿里巴巴

阿里巴巴的投资主要集中在企业服务、新零售、文化娱乐、电商4个板块，更多是对现有业务进行补充。阿里巴巴在新零售领域的单笔投资额极高，例如224亿港元投资大润发、198亿港元投资银泰商业。

2009—2018年，阿里巴巴投资的领域主要集中在企业服务、电子商务、汽车交通、文化娱乐、本地生活5个板块。

表4–22 阿里巴巴的投资情况

投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）	投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）
教育	15.2	5	文化娱乐	416.8	28
金融	19.3	5	企业服务	999.9	33
汽车交通	470.1	20	社交网络	55.9	9
房产服务	130	2	电子商务	847.8	42

数据来源：投中网，IKMResearch，2018

（3）百度

百度的重点投资领域与腾讯类似，也是文化娱乐、企业服务、人工智能、出行等领域。

百度系投资分为百度公司、百度风投和百度资本。其中百度风投和百度资本分别成立于2016年9月和10月，百度风投专注于投资人工智能领域的早期项目，覆盖人工智能底层技术、智能机器平台、行业智能化

三层生态；百度资本专注投资泛互联网领域的中后期项目。百度的投资类别、数量以及投资金额如表4–23所示：

表4–23 百度的投资情况

投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）	投资类别	投资数量（个）	投资金额（亿元）
教育	8	14.7	硬件	7	15.9
金融	6	23.6	文化娱乐	18	149.5
汽车交通	17	314	企业服务	16	796.2
房产服务	5	73.8	广告营销	3	1
医疗健康	5	24.9	电子商务	9	30
旅游	1	3.7	工具软件	5	4.5
本地生活	10	34.7	物流	4	2.7
游戏	4	3.7			

数据来源：投中网，IKMResearch，2018

改道超车型

直接避开在新兴热门技术领域与其他组织、机构竞争，通过对其他技术的研究，建立新规则，保持新的竞争优势。这种发展状态在创新孵化过程中是最难、风险性最大，同时也是最高级的。中国与发达国家在科技研发水平上存在差距，要采取“非对称”性赶超战略，发挥自己的优势，特别是那些到2050年都不可能赶上的核心技术，研究“非对称”性赶超措施，超前谋划，下好先手棋，打好主动战。

研发更多的颠覆性技术，可以为跳出技术锁定打开突破口，形成新的技术轨道，为打破路径依赖提供战略机遇。

（1）中国高铁

高铁产业是中国科技改道超车过程中出现的技术典型，高铁已成为我国高端装备“走出去”的亮丽名片。从和谐号到复兴号，中国高铁在不断进步，目前已达到世界先进水平。在高速动车组254项重要标准中，中国标准占84%。中国高铁从关键零部件依赖进口到实现70%以上零部件自主供应。复兴号首次实现了动车组牵引、制动、网络控制系统的全面自主化研发生产，各项指标已达到世界先进水平。这标志着我国告别了追随者的身份，在世界高铁领域成为领导者。与目前运行的动车组和

谐号相比，复兴号的实验时速在400千米以上，持续运行时速为350千米，设计寿命达到30年，列车阻力降低了7.5%~12.3%，在舒适性、安全性方面也都有了提高。

弯道超车孵化出了全新的市场，进而带动了经济发展。中国广阔的市场已经孕育出了全球最长通车里程和最大营收规模的轨交行业，高铁的发展使全产业链上的经济效益得到释放。国家发改委公布的数据显示，2019年，中国的高铁网络已达到3.5万千米的总里程。在过去的10年里，依靠财政资金、铁路建设基金以及债券在内的多种融资渠道，中国的铁路建设取得了非凡成就。

高铁对中国核心城市群的战略价值进一步提高，高铁网络枢纽城市或成为商业中心。中国目前的三大核心城市群——京津冀、长三角、珠三角的核心城市都在不约而同地发生转变，从“工业＋商业城市”转变为“商业＋技术城市”。以前这些核心城市均有大量的工业制造产能，所以需要便捷的高速公路网络和航空网络让“物品流”高速运转。而现在这些核心城市需要的是更便捷的轨道交通网络，以降低人力资源成本，使这些城市的第三产业进一步繁荣。

2017年，全球前十大轨道交通设备制造企业中，中国中车已经排名第一。

2016年，中国中车获得的出口订单总额达81亿美元，同比增长近40%。其产品出口至全球六大洲的102个国家和地区，全球拥有铁路的国家，83%都购买了中车的产品。出口产品实现了从中低端到高端的升级，出口市场实现了从亚非拉市场到欧美市场的突破，出口形式实现了从产品出口到产品、资本、技术、服务等多种形式的组合出口。高铁已成为我国高端装备“走出去”的亮丽名片，中车陆续实现了产品走出去、品牌全球化的跨越式发展。

表4–24 2017年全球前十大轨道交通设备制造企业

世界排名	公司名称	国家	重点经营情况
1	中国中车	中国	中国中车承继了中国北车股份有限公司、中国南车股份有限公司的全部业务和资产，是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商
2	庞巴迪	加拿大	庞巴迪公司始创于1942年，总部位于加拿大，有75 000名员工，在北美、欧洲、亚太地区的26个国家设有64家工厂
3	阿尔斯通	法国	阿尔斯通是全球轨道交通、电力设备和电力传输基础设施领域的领先企业，提供轨道交通、发电和电力传输解决方案，在全球轨道交通牵引电机市场的占有率高达50%
4	西门子	德国	西门子交通技术集团是世界上最主要的铁路工业供货商之一，提供牵引系统、网络控制系统、转向架及制动系统等轨道车辆的核心部件
5	通用电气	美国	通用电气公司是世界上最大的技术和服务业跨国公司，为铁路基础设施提供核心的机车和信号设备
6	Trinity Rail（三一铁路）	美国	Trinity Rail公司成立于1933年，曾收购北美最大的铁路车辆制造商铂尔曼
7	克诺尔集团	德国	克诺尔集团是世界领先的轨道车辆和商用车辆制动系统制造商，100多年来一直致力于现代制动系统的开发、生产和销售，对轨道交通和公路安全做出了重大贡献
8	西屋制动公司	美国	西屋制动公司作为全球轨道产品和服务供应商，历史可追溯到创始人乔治·威斯丁豪斯发明直通式空气制动机
9	日立铁路系统公司	日本	日立开展的业务涉及电力、能源、产业、流通、城市建设等
10	Green brier（绿蔷薇）	美国	Green brier创立于1981年，在北美和欧洲的业务有铁路货运车厢的设计、制造和销售

数据来源：网络公开，IKMResearch

中国高铁从“出生”起就集中了各家之长。中国高铁在性能上有了全面提升，有望加速“高铁出海”。

（2）电动汽车——比亚迪

长时间以来，中国的传统燃油汽车都面临核心发动机技术缺陷的问题。自主品牌难以在传统燃油汽车领域与合资、进口产品进行竞争，仅能通过使用进口发动机、变速箱来解决自主品牌自动挡的问题。这会使产品的毛利率降低。

技术专利、产业规模上的巨大差距使发展混合动力汽车失去了实际意义。放眼全球汽车市场，没有任何国家拥有成熟的混合动力汽车和电动汽车产业链，这使中国的汽车产业可以和发达国家站在同一起跑线上。

中国在此轮新能源汽车行业的布局中走在前列，市场份额及生产份

额均处于靠前位置。欧洲和美国是市场的中坚力量，2016年全球新能源乘用汽车市场分布数据显示，欧洲新能源乘用汽车销量为20.7万辆，同比增长9.7%，约占全球市场的27%；美国新能源乘用汽车销量为15.9万辆，同比增长37%。

中国在新能源汽车的消费方面表现优异，占据全球销量的四成以上。未来中国新能源汽车将继续维持40%以上的年增长率，预计2020年，中国新能源乘用汽车销量将超过200万辆。

高额的政府补贴使中国成了全球最大的新能源汽车市场，随着政府补贴逐渐退场，消费者对纯电动汽车的认同也在逐渐提高。在中国新能源汽车销量构成中，纯电动车的占比达到近七成。

过去中国的乘用车市场采取“以技术换市场”策略，引进了国际领先的大众、通用和丰田等汽车品牌。现在比亚迪的新能源大巴同样采取了“以技术换市场”策略，如与英国最大的客车制造商ADL合作开发新能源大巴，在印度的合作伙伴则是GIL，并与马来西亚当地的客车制造商GML合作研发和生产新能源大巴。比亚迪成为电动汽车领域的龙头企业，力压日产、大众、宝马等传统燃油汽车制造商，全球销量第一。

表4–25 各品牌新能源汽车销量

排行	品牌	销量（万台）	市场份额（%）	2014 年排名
1	比亚迪	7.728	11	7
2	日产	2.493	10	1
3	特斯拉	5.382	9	3
4	三菱	4.146	9	2
5	大众	4.255	7	11
6	宝马	3.267	6	9
7	雷诺	2.82	5	8
8	康迪	4.353	5	10
9	众泰	4.835	5	13
10	福特	1.847	4	5

数据来源：EV Sales Blog，IKMResearch

（3）大疆

无人机应用于军事领域已有上百年的历史，无人机技术在20世纪80年代之后趋于成熟，经历了从军用到民用的过程。

在航拍与娱乐领域，大疆占据全球市场超过80%的份额。

大疆抢占北美无人机市场。无人机产业市场调研公司Sky logic Research指出，在主要用于拍摄的售价在1 000～2 000美元的无人机市场中，大疆占据了66%的份额；售价在2 000～4 000美元的市场中，大疆占据了67%的份额；在整个北美无人机市场中，大疆占据了50%的份额。

凭借成熟的无人机核心技术、出色的营销和深入人心的品牌形象，大疆成为全球最受欢迎的无人机品牌。据统计，大疆2014年、2015年的全球市场份额分别高达70%、68.5%，而排名第二的Parrot（鹦鹉）市场占有率仅为12%左右。美国无人机制造商3D Robotics（三维机器人）在2014年排名世界第三，2014年时的市场占有率仅为2%。

2017年11月8日，大疆无人机入选《时代影响·中国商业案例TOP 30》。

4.4 近几年的孵化热点

最近两三年，中国孵化载体市场的新老交替现象明显，不断有孵化载体倒闭或被收购。同时AI孵化载体、区块链孵化载体等新型孵化载体层出不穷。新型孵化载体伴随技术的发展而诞生，集中于网红经济、共享经济、数字经济等热点领域。

资本持续注入KOL（Key Opinion Leader，关键意见领袖）市场，抢占顶级流量，把握时代风向

KOL通过自媒体帮助品牌和供应链触达粉丝和消费者，以实现商业价值。据统计，目前KOL产业规模已超过千亿元，未来仍将有六成品牌计划利用KOL进行社会化营销。

商家积极布局，培养当家花旦

近年来，KOL成为企业争夺流量的新高地，传统电商甚至各大企业都陆续入局KOL孵化。淘宝是最早开始网红孵化，并进行商家扶持策略的电商企业，此后，京东、蘑菇街等电商纷纷入局。欧莱雅等美妆品牌更是大力培育具有超强带货能力的网红，参与KOL孵化竞争。

表4–26 近几年入局KOL的玩家及其相关动作

入局玩家	KOL 布局动作
淘宝	与钉钉合作，淘宝官方建群，重建商家社区，强化平台联系，帮助 KOL 补足创业、潮流、供应链、原产地、运营等多方面能力
	投入计划：淘宝未来 3 年将持续投入 5 亿元，全面打造淘宝神人 IP（知识产权）。未来 1 年内将寻找 1 万名合伙人，与 50 家 MCN（多频道网络产品形态）机构成为紧密合作伙伴
京东	联合 MCN 机构，通过层层选拔，最终挑出不超过 5 名最有发展潜力的红人成为京东平台独有的“京品推荐官”
	投入计划：至少 10 亿元资源，包括京东发现频道、视频直播等站内资源，以及抖音、快手、今日头条等站外流量资源
蘑菇街	发布“直播双百计划”，预计年内孵化 100 个千万级电商主播
网易考拉	上线直播功能，同时推出低佣金政策，吸引 MCN 机构入驻
康泰纳仕	与《VOGUE 服饰与美容》《智族 GQ》《连线》《悦游》《安邸 AD》《名利场》《纽约客》等诸多顶尖媒体达成战略合作意向，关注时尚泛生活方式，孵化新锐 KOL，加强和新锐时尚 KOL 与奢侈品牌新媒体的联系
欧莱雅	设立“BA（Beauty Advisor，美容顾问）网红化”项目，成功孵化了头部网红李佳琦。李佳琦在 2018 年上半年进行了 80 场天猫直播，观看人数突破千万，为欧莱雅直接带来数千万元的销售额

数据来源：公开信息，IKMResearch

KOL作为崭新的营销渠道，其快速壮大的背后是全球几代传播媒介、注意力资源的变迁。入局KOL孵化领域、更好地吸引年轻一代消费者的注意力成为商品端玩家的共识。从2015年到2019年第一季度，阿里巴巴、京东的拉新成本分别从155、120元增长到536、758元，拼多多的获客成本从2018年到2019年第一季度已经翻倍，线上获客成本快速上升。

在电商平台获客成本不断走高的今天，孵化自家KOL无疑是一条争夺流量的必经之路。孵化KOL便于传播品牌，降低获客成本，创造商业价值。2019年的“618购物节”期间，淘宝直播已占据应用程序内部3%的点击流量，并贡献了130亿元的交易额，推出了薇娅、李佳琦等一批头部主播。同期蘑菇街的直播成交总额同比大增600%。有数据显示，2018年，淘宝直播月增速达350%，全年拉动的成交总额突破1 000亿元，进店转化率超过65%。

平台通过KOL与品牌商建立合作，为其提供服务，可以培养用户的长期使用习惯，使流量直接导入平台，能够高效简洁地吸收用户，拓宽获利渠道。

MCN机构竞争正处于如火如荼的状态，先试水企业拔得头筹

MCN机构是目前主要的KOL孵化载体。新浪微博大数据显示，近几年的MCN机构数量快速上升。保守估计，2018年有5 000家MCN机构，2019年预估将超过1万家，部分业内人士认为潜在水下的MCN机构有3万～4万家。如涵电商、万合天宜、同道文化、品牌工作室“钱夫人”等孵化载体由于成功孵化出了张大奕、叫兽易小星、同道大叔、雪梨等红人，成为行业内较知名的孵化载体。

在最先试水的一批企业中，如涵电商、Revolve等机构已经拔得头筹。如涵电商成为KOL孵化第一股，已经成功登陆美国纳斯达克。公开数据显示，2014年，如涵电商成功孵化出网红张大奕，开创“网红营销”的新商业模式，此后获得多笔融资，在5年内成功上市，服务的国内外知名品牌超过500家。

流量争夺进入白热化阶段，中国KOL孵化存在特殊性

在人人都是自媒体的时代，KOL孵化变得愈加困难，流量向头部集中的趋势明显。统计显示，2019年第二季度，全网红人总量增加4%，但因活跃度下降了6%，活跃红人数量反而降低了3%。值得注意的是，活跃度下降的红人主要集中在粉丝数量为10万～30万的人中，拥有大量粉丝的红人，粉丝增速依旧保持在5%以上。

KOL的商业价值体现在其庞大且忠实度高的粉丝群体。当互联网普及率达到70%时，消费者不再满足于目录式、分类式的购买方式，更具代入感的新型信息接触形式成为人们消费时的重要参考。

头部超级应用占据了中国用户的海量时间，滋生了庞大的内容消费市场。不同于Instagram（照片墙）等海外流行社交平台，KOL已经发展为中国消费者接触商品信息的新型渠道。未来，KOL孵化将列入各大厂商、电商拓展渠道的目标选项，作为品牌流量的补充渠道，具有较大的发展空间。

数字经济前景驱动力足，巨头企业与央行瞄准区块链发展

多地政府重视数字经济的发展，福建、云南、重庆等省、自治区、直辖市将发展区块链的规划写入了政府工作报告。2019年10月，上海市委常委举行会议，审议通过了《上海加快发展数字经济推动实体经济高质量发展的实施意见》；云南省揭牌成立了云南省数字经济开发区，启动了数字经济产业发展基金。数字经济运用全新的生产要素和生产组织方式，为人类社会带来全方位变革，促进经济由外生型增长向内生型增长转变，已经成为大势所趋。

区块链技术具有可追溯性等特点，有望成为未来数字经济的基础设施，像水电煤一样，构成现有的生产力、生产资料与生产关系的基础。区块链将构建信任机制的基础设施，融入金融体系，巨大的商业机遇有待孕育。

企业区块链孵化投入明显增多，新类型的孵化器诞生

2018年，区块链的媒体关注度回归到正常水平，企业对区块链孵化投入明显增多。

大型企业，尤其是科技金融企业纷纷试水区块链技术。蚂蚁金服对区块链应用做出了最早的布局。目前，企业所拥有的区块链专利数量全球最多。IBM推出全新的区块链产品，帮助初创企业及开发者打造自己的分布式账本技术。

相比现有的科技金融数据处理速度，区块链技术在交易效率上明显较低。2017年的“双11购物节”，支付宝的每秒交易处理能力已超过25万笔，VISA也可以达到每秒7万笔左右，而比特币的处理能力仍然停留在每秒7笔，号称进入区块链2.0的以太坊，目前的平均处理速度也只有每秒20笔。

近年来，孵化器增加的速度放缓，但区块链孵化器诞生的速度明显加快。截至2018年底，中国已经诞生了22家区块链产业园，其中82%的区块链产业园的运营时间不足2年，均是2016—2017年间诞生的孵化载体。在投资规模上，投资规模在1亿元以下的区块链产业园区数量最多，占比达46%；投资规模在1亿~10亿元区间的产业园区占比为36%；投资规模超过10亿元的园区数量最少，占比仅为18%。

表4–27 新兴的区块链孵化载体

成立时间	孵化器名称	孵化器介绍
2016 年	亚洲区块链孵化器	中国第一家区块链主题孵化器，由中国区块链领军企业，太一云科技与全国知名的众创空间侠客岛联合办公室共同打造，并与多家区块链行业协会、国际知名区块链企业、风险投资机构建立战略合作关系，如 IBM 中国实验室、亚洲区块链基金会、亚洲 DACA 区块链协会、德丰杰资本、心元资本等

成立时间	孵化器名称	孵化器介绍
2017 年	前海深港国际区块链孵化器	全球唯一一家深港合作的区块链主题孵化器
2017 年	硅谷区块链孵化器	硅谷首家区块链孵化器。该孵化器主要孵化的区块链项目包含金融服务、法律、医疗、教育、市政服务、商业及媒体
2017 年	汤森路透区块链孵化器	由信息媒体界巨头汤森路透推出。其创业孵化器项目寻求的也是与汤森路透业务相关的金融、风险、法律、税务、会计和传媒领域的新兴技术，包括分布式分类账和加密货币
2017 年	Tachyon	旧金山诞生了第一家专注以太坊的加速器，加速器提供的服务包括从工作室到公众路演的内容，有硅谷以及瑞士的风投公司参与
2018 年	科技寺	科技寺新加坡店是由新加坡火币生态、节点资本、科技寺以及 B+ 联合发起的世界最大的区块链孵化中心，提供策划支持及社群运营支持
2019 年	上海区块链集聚区孵化器	上海最大的区块链集聚区

数据来源：IKMResearch

数字经济有望引发社会分配变革，巨头企业紧盯数字经济市场蛋糕

数字经济具有改变社会资源分配方式的重大意义，一度成为各大公司争相发展的重点内容。目前，电子支付是科技金融领域的重要产物，能实现对交易过程中社会资源流向的记录。

数字货币是数字经济时代使用的工具之一。目前，支付宝、微信等第三方支付平台交易时用的货币仍需要通过银行账户转款，实际处理的货币仍对应着普通钞票。但数字货币本身属于交易货币，具有支付和流通属性，其本质与实际货币相同。与传统纸质货币点对点的支付路径相比，电子支付需要经过消费者—特约商户—商业银行—支付机构—清算机构的支付过程，市场链条过于漫长。

区块链是数字经济时代备受瞩目的重要技术。区块链技术利用技术

革新搭建了一套新的社会信任机制，区块链能够充分释放数字经济蕴含的巨大能量，数字经济有望使社会金融实现零边际成本的目标。传统的生产活动受制于边际成本上升，在生产达到一定规模后，额外投入生产要素所带来的折旧和损耗会超过边际收益。区块链技术可以提升社会效率，目前已成为各大巨头争相关注的技术。

全球各国央行也在积极进行区块链研究，在国家层面上对数字经济进行深度研究与跟进。中国人民银行对DCEP（央行数字货币）的研究已有五六年的时间，区块链技术推出的全新加密电子货币体系趋于成熟。我国央行有望推出数字货币，成为全球第一个推出数字货币的央行。

表4–28 巨头企业紧盯数字经济的大蛋糕

巨头企业	投入情况
阿里巴巴	蚂蚁金服在区块链领域的布局最广，目前落地的应用场景已经超过 30 个。在供应链金融领域，专注于应收账款的流转和融资，2019 年初发布的“双链通”技术，使产业链最末端供应商原本需要 3 个月的账期占用缩短至 1 秒 2017—2018 年，阿里巴巴的区块链专利数量排名全球第一
腾讯	2015 年成立了区块链团队，并确认自研技术路线，明确做深做透应用场景的目标。目前已经使区块链电子发票、供应链金融、智慧医疗、物流信息、法务存证、游戏等场景落地
百度	2015 年开始探索区块链在金融领域的应用并开始组建相关团队 2017 年 7 月 21 日，百度金融推出区块链开放平台“BaaS”（现品牌名为“度小满金融区块链开放平台”）
京东	京东区块链已经初步应用于资产证券化领域。京东数字科技旗下的品牌京东金融已发行多个 ABS（Asset Backed Securitization，以资产为支撑的证券化融资方式）项目，并实现了 ABS 国内首单放款，首次使用智能合约等
微众银行	从 2015 年起就积极布局区块链 2016 年 8 月，联合上海华瑞银行等多家银行，推出了国内首个银行间联盟型区块链应用场景——机构间对账平台
中国平安	在科技领域进行持续投入，近 10 年累计投入 500 多亿元，拥有 13 项全球领先成果，区块链专利数量超过腾讯，处于全球领先水平

数据来源：IKMResearch，2019

截至2019年，全球多国央行对区块链技术采取积极观望态度，其中包括中国、德国、加拿大等国家。尽管美联储尚未对区块链技术进行明确表态，但美国银行均在积极关注区块链技术，已加入国际贸易区块链联盟Marco Polo。美国的专利数量位居全球第二。巴西中央银行通过与IBM合作使用Hyperledger Fabric（超级账本组织），正式启动了区块链

ID（身份）平台，计划于2020年11月启用基于区块链的即时支付系统。截至2019年9月，全球已有220多家银行签署了最初的服务协议，允许通过摩根大通推出的基于区块链技术的银行间信息网络共享支付数据。

随着央行、大型企业等社会重要力量进入区块链，数字经济社会加速到来，社会变革即将发生。区块链孵化载体作为重要的中间组织，有望打通分散的区块链板块，在数字经济社会中扮演组织者的角色，全面加快数字经济社会的发展。

资本持续青睐人工智能，孵化规则日益明朗

人工智能将提升社会劳动生产率，特别是在有效降低劳动成本、优化产品和服务、创造新市场和就业等方面带来革命性转变。世界银行《2016年世界发展报告：数字红利》表明，中国目前有55%~77%的劳动岗位将由于技术水平较低而被自动化系统或人工智能取代，而印度劳动力市场上会被自动化系统或人工智能替代的劳动岗位比例在43%~69%之间，世界经合组织国家的比例则在57%左右。预计到2030年，全球将会有30%的工作被自动化系统或人工智能取代。

世界上越来越多的政府和企业组织逐渐认识到，人工智能在经济发展和战略布局上的重要性。

表4–29 国家出台的有关新一代人工智能的政策

人工智能相关政策	时间	部委
《新一代人工智能治理原则》	2019年6月	科技部
《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》	2018年11月	工业和信息化部
《高等学校人工智能创新行动计划》	2018年2月	教育部
《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018—2020年）》	2017年12月	工业和信息化部
《新一代人工智能发展规划》	2017年7月	国务院
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2017年2月	国务院
《“十三五”国家科技创新规划》	2016年7月	国务院
《“互联网+”人工智能三年行动实施方案》	2016年5月	国家发改委、科技部、工业和信息化部、中央网信办
《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015年7月	国务院

数据来源：IKMResearch

资本持续青睐，市场由狂热转为理性

2016年是人工智能获得媒体曝光最多的一年，也是其发展势头强劲的一年，大量人工智能项目获得投资。

2018年以来，资本仍持续青睐人工智能领域。2015年，人工智能领域的投资总额达450亿元，2016年和2017年维持增长态势。2019年上半年，中国人工智能领域共获融资超过478亿元，取得不俗的成绩。

值得注意的是，2016年，人工智能领域的强势发展离不开资本的周期性涌入。2016年以来，私募证券投资基金产品数量和管理规模持续稳步增加。同时，资产管理规模在20亿元以上的私募基金管理人比去年增加了55%，资产管理规模在100亿元以上的私募基金管理人比去年增加了53%。

2018年开始，基金市场融资趋紧，基金要在市场上获得现金变得困难，资本的减少在一定程度上也使投资人和投资机构变得更加谨慎。此外，人工智能项目吸引力有限，在大量资本涌入的情况下，人工智能企业的估值处于高位，基金进入成本高，收益率不可同日而语。2014—2018年，中国人工智能领域共发生126起退出事件，数量仅为同时期投资事件的1/20。其中，IPO退出占四成，回报仅为1.83倍。

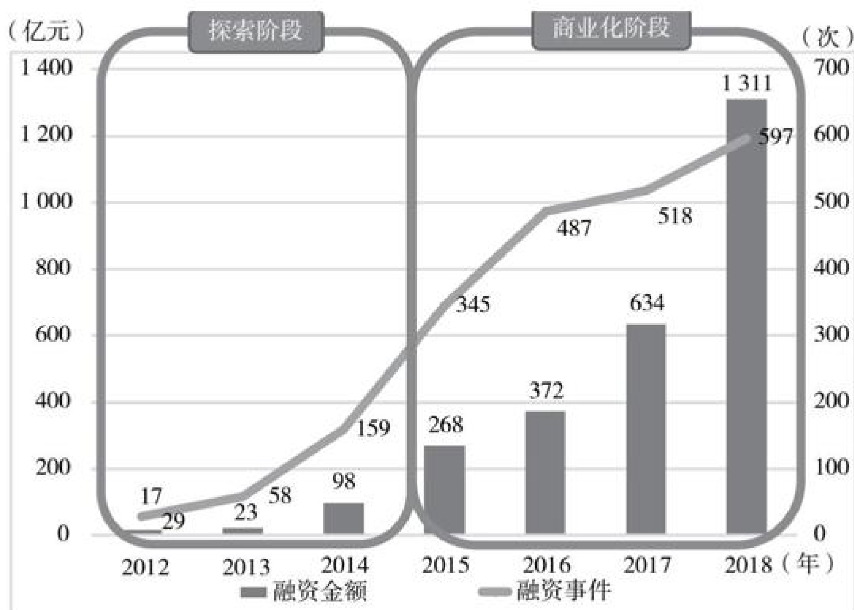


图4-26 人工智能领域的融资情况

数据来源：德勤，IKMResearch，2019

人工智能孵化载体数量稳步上升

在逐渐回归平淡的孵化器市场中，人工智能孵化器的数量稳步上升。大型互联网与国际知名孵化载体均瞄准中国。腾讯、百度、微软加速器、YC近两年均动作频频。2018年，滴滴出行成立了人工智能实验室——Didi AI labs，探索解决AI领域的技术难题；2019年8月，百度AI加速器第四期已经结业；世界知名汽车配件厂商博世更是在上海创立汽车垂直领域的人工智能加速器——博世汽车人工智能加速器；YC正式进入中国。此后，YC中国发布AI投资计划。

部分企业尚未创设孵化载体和探索孵化模式，但已经调整企业内部人才培育规则。其中，LinkedIn（领英）成立人工智能学院，内部孵化AI工程师；华为计划在5年内孵化50万AI工程师，并打算在成都启动人才培训基地。

全国各地的工业园区已经将人工智能作为产业发展的主攻方向之一，苏州高铁新城人工智能产业园、南京新港高新技术产业园、北京亦庄人工智能科学园、山东日照经济技术开发区、上海长阳创谷园区、中关村壹号、中国（杭州）人工智能小镇、苏州人工智能产业园等8家园区成为全国首批人工智能示范园区。

技术引入改写孵化评价规则

和电商、共享经济等模式创新不同，人工智能领域的企业属于技术创新类型。顶层的企业、投资方直接垄断大量技术人才，可剩下的团队对孵化载体的需求不高。

人工智能企业对孵化载体的需求发生巨大改变。除了基础的办公场地、财务、法务等需求，个性化需求强劲。2018年，将近90%的人工智能公司处于亏损状态，公司运营成本中占比最高的是硬件成本和数据成本。传统孵化载体无法帮助初创企业降低运营成本，导致其孵化效果与项目吸引力大打折扣。

目前，在泛人工智能产业链上，初创企业大多在专攻垂直领域的技术。单打独斗难以发挥最大价值，组合起来却可以产生最大的效益。人工智能孵化载体仍有机会在其中承担产业链“撮合者”的角色，对垂直领

域的AI技术进行更多组合，有助于初创AI企业实现场景落地。

多领域探索共享经济，深度拓展边界

共享经济模式在互联网技术的助力下能够颠覆传统的商业模式，并因其具有快速、便利、个性化等特性，可以渗透用户生活。共享经济是一种技术、制度和组织的组合创新方式，能够大幅降低交易过程中供需双方的成本。

各行业深入共享经济孵化，拥抱新理念

共享是一种新兴的消费理念，消费市场前景广阔。多个行业领域正积极拥抱共享理念，进行共享经济的孵化。

交通出行领域的共享孵化最早得到市场认可。相关数据显示，2018年，交通出行领域的共享经济交易规模达2 478亿元，增长率为23.3%。在部分城市，互联网新出行企业的市场份额甚至已经超过90%。共享出行领域已经诞生了滴滴、优步等全球著名的独角兽企业，出行方式仍在持续升级。2018年，滴滴成立人工智能实验室，发布智慧交通战略产品——“交通大脑”，旨在进一步提升出行效率。

共享充电从无到有，企业间经历了多番厮杀，部分共享充电企业已经成功实现盈利。2017年，街电宣布已在部分城市实现盈利；小电用户数量接近1亿；来电也达到了收支平衡；怪兽充电则在2019年4月拿到了顺为资本、高瓴资本的3 000万美元融资。



图4–27 2019年，中国共享充电用户规模

数据来源：产业信息网，IKMResearch

此外，单车、医疗、厨房、衣服、雨伞等领域均出现了共享经济的身影。受共享出行领域融资大幅下降的影响，2018年，我国共享经济领域的融资首次出现负增长，同比下降23.2%。共享医疗、制造业等高使用门槛行业的融资火热，深度降低社会经营成本的理念已经成为共享经济孵化领域的共识。

跨界孵化打造新应用场景，共享经济向深度和广度发展

共享经济窗口效应强，越来越多的企业开始跨界，以保证主营业务更好地抵达目标人群。出行作为重要的高消费频次场景，企业跨界孵化融合与业务防御动作更为频繁。从汽车制造厂商到房地产企业，均瞄准了共享出行这块大蛋糕。

据不完全统计，自2013年以来，汽车分时租赁领域至少已经有了36个入局者，在全国20座城市总计投放了超过8万台分时租赁汽车，拥有550万用户。

汽车制造厂商进入共享出行孵化领域的重要原因在于：①共享消费理念具有潜力，能够突破汽车厂商现在的经营销售模式。部分消费者或将受益于汽车租赁模式而减少对汽车的购买需求，对汽车制造商造成巨大冲击；②共享出行成为拓宽企业品牌、抢占用户市场的重要窗口。一线城市受汽车牌照摇号政策的影响，购买力无法完全释放。汽车制造厂商入局共享出行，使消费者与产品有了接触的可能。

表4–30 共享出行领域的入局者涵盖汽车厂商与房地产企业

入局者	所属行业	孵化动作
吉利	汽车	孵化网约车平台“曹操专车”，是滴滴专车的直接竞争对手
奇瑞	汽车	投资首汽旗下的分时租赁平台 Gofun（乐享出行）及多家汽车出行领域的公司
北汽	汽车	在分时租赁领域已经孵化出了绿狗、华夏出行、轻享出行三个品牌
大众	汽车	大众宣布将单独推出“We Share”电动汽车共享服务，这项汽车共享服务 2019 年春首次在德国柏林推出
碧桂园	房地产	建设顺德新能源汽车小镇，新能源汽车小镇引入中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟，重点发展高端新能源汽车研发、创新运营、前沿示范、创新创业等业态，未来 60% 的业态面向传统汽车，40% 则围绕汽车衍生的科技和商务配套产业。进驻小镇的 Auto Space 是中国首个国家级汽车众创空间
华夏幸福	房地产	董事长王文学 100% 持股的廊坊幸福基业投资有限公司于 2014 年 9 月创建了知合控股。不仅在造车、自动驾驶与出行等领域进行布局，也作为华夏幸福汽车投资平台，投资了自动驾驶领域的易航智能、驭势科技、禾多科技。领投分时租赁领域的巴歌出行、Pony Car（小马用车）、小二租车，并且自行孵化出了番茄出行
恒大	房地产	2018 年，恒大健康以 67.46 亿港元的价格（约合 8.5 亿美元）获得新能源汽车法拉第未来 45% 的股份
		在新能源汽车的布局上更进一步，与全球 5 大汽车工程技术领域的龙头企业签约，并宣布同步研发包括顶级、豪华及舒适等车型在内的 15 种车型

数据来源：公开信息，IKMResearch

房地产商入局共享出行，目的是锁定高消费人群，使不动产这样的大宗消费品更快地接触潜在客户，进而提升商品的竞争力。

共享经济依托技术建立了一个个独立而丰富的使用场景，从而描摹出了精准的用户画像，成为下游对用户进行高效营销的重要途径。基于外延拓展特性，共享经济与传统的商业模式有望形成更深入的连接，并持续发展，而相关的孵化和衍生技术也将不断发展。

5G技术受到空前重视，国企举起重资产投资大旗

按照移动通信领域的10年定律，每隔10年便有新一代的移动通信技术投入商用。2000年12月，日本以招标的方式颁发3G牌照，并于2001年10月由NTT DoCoMo公司在全球开通首个WCDMA（宽带码分多址技术）服务，标志3G技术进入商用阶段。2009年12月，北欧运营商TeliaSonera率先完成了4G（第四代移动通信技术）网络的建设，为瑞

典首都斯德哥尔摩、挪威首都奥斯陆的市民提供4G服务，标志着4G网络进入商用阶段。从技术发展的路径来看，5G（第五代移动通信技术）是移动通信技术发展的下一站。6G（第六代移动通信技术）是毫米波技术。6G要想实现真正规模化应用还有待进一步的研发。

目前，全球主要国家均将发展5G技术上升到战略高度，对5G技术的重视程度空前。

表4–31 与5G有关的国家政策

时间	部门	政策简介
2016年	中共中央办公厅、国务院	《国家信息化发展战略纲要》。1. 加大5G技术、标准与产品研发的力度，构建国际化5G试验平台；2. 强化频率统筹，力争形成更多5G统一频段；3. 在ITU（国际电信联盟）和3GPP（第三代合作伙伴计划）框架下积极推进形成全球统一的5G标准；4. 加强5G与垂直行业的融合创新研究，以工业互联网、车联网等重点行业应用为突破口，构建支撑行业发展的安全、泛在的5G网络
2016年	工信部	《国家无线电管理规划（2016—2020年）》。2020年前为5G储备不低于500MHz的频谱资源；建设5G系统频谱研究实验室
2016年	国务院	《"十三五"国家信息化规划》：1. 在"十三五"期间适时展开5G网络测试和各类5G应用试验，争取到2020年正式部署5G商用网络；2. 到"十三五"末期，争取成为5G国际标准和产业的主导者，5G通信设备产业保持国际第一阵营，5G移动终端产业进入国际第一阵营；3. 争取在5G移动通信系统设备、5G终端、5G移动终端芯片领域的国内市场占有率分别达到75%、75%和35%，国际市场占有率分别达到35%、25%和15%
2017年	工信部	《信息通信行业发展规划（2016—2020年）》提出，"以深入推进信息通信业与经济社会各行业各领域的融合发展为主线"的行业发展新思路，并要求加快突破5G关键技术和产品，使中国成为5G标准和技术的全球引领者之一
2017年	工信部	明确3 300~3 600MHz和4 800~5 000MHz两个频段为IMT-2020工作频段
2017年	工信部	公开征集24.75~27.5GHz、37~42.5GHz或其他毫米波频段5G系统频率的规划意见，拟释放8.25GHz的高频资源

资料来源：IKMResearch，2018

踩准时代节点，长期技术积累铺筑超高科技壁垒

中国跻身全球5G技术第一阵营，在重技术领域获得如此成绩相当不易。这次成功转化离不开中国在过往发展中对重基建项目经验的积累，对时机的把握，以及在新兴技术领域的沉淀。

5G技术是长期科技投入转化的结果。华为作为目前全球唯一一个真正具备5G生产制造能力的企业，每年将10%以上的销售收入投入研发和创新。华为2015年研发投入596亿元，2016年研发投入606亿元，2017年研发投入900亿元，2018年研发投入1 015亿元，10年累计研发投入超过4 145亿元。华为在2018年《财富》世界500强研发投入排行榜中

名列第4。

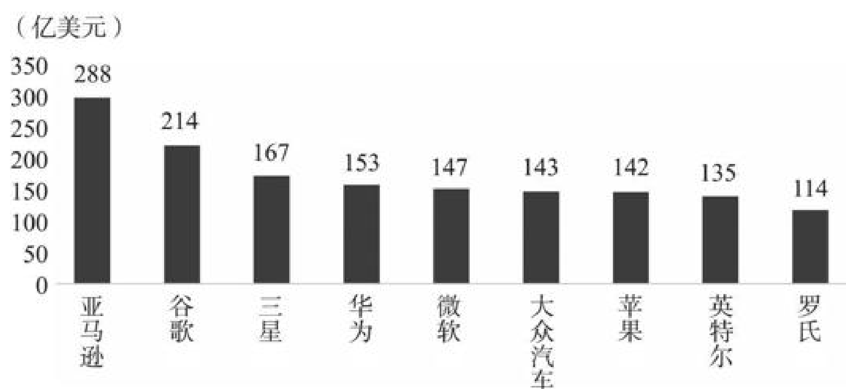


图4–28 2018年，《财富》世界500强研发投入排行榜

数据来源：《财富》世界500强研发投入排行榜，IKMResearch，2019

专利技术进一步提高了技术门槛。中国移动通信产业历经“2G跟随、3G突破”，实现了“4G同步、5G引领”的历史性跨越，中国的5G标准必要专利数量排名全球第一。从技术到产业，需要经历技术专利化、专利标准化、标准产业化的过程。中国的3家运营商由于体量较大，规模、投资处于世界前列，在明确标准需求、出现争端及最后投票的时候，具有较大的影响力。中国5G的成功孵化是技术研发到市场影响综合协作的结果。

超重基建投入孵化，国家扶持增强驱动

5G建设是一项超重基建投入，网络资金需求体量大。中国信息通信研究院的《5G产业经济贡献》报告显示，2020—2025年，5G网络总投资额预计在9 000亿～15 000亿元之间，同期电信企业5G业务收入累计将达到19 000亿元。统计网站Statista预测，2021年，5G连接数量将达到2 000万，5G移动基础设施的支出预计为23亿美元；Research And Markets预测，全球5G市场在未来5年内将以97%的复合年增长率扩张，到2025年将达到2 510亿美元的市场规模。

由于对重基建的投入很大，全球范围内具有独立建设能力的国家寥寥无几。3G时代，日本实现技术引领与建设引领；4G时代，美国占据主导地位；而在5G时代，日本、美国等昔日的领头羊国家之前的建设成

本尚未完全回收，再加上5G建设的资金需求远超3G、4G建设，因此更加考验国家的意志力与执行力。

借力国企强有力地推动5G建设，联合建设避免社会资源浪费

5G网络建设周期超过基金的普遍使用周期。从3G和4G建设的经验来看，至少需要4年的时间，5G网络的用户数量与渗透率才能逐渐达到较高水平，此后研发成本和投资成本会快速下降。5G网络基站建设周期预计为4年，投资成本的回收时间至少在2~3年，资金使用周期至少为6年。大多数人民币基金的封闭周期通常在2~5年，超长的资金使用周期难以快速兑现对客户的承诺。

民营企业难以承受全部建设压力，仅有不到10%的基金规模超过百亿元。相比总投资额需求在万亿元级别的5G产业，这无异于杯水车薪。

由于有超高的建设要求，因此国企联合可以避免社会资源浪费。联合主流运营商进行5G建设，成为多数国家进行5G建设的重要手段。在日本，运营商NTT DoCoMo和JTOWER宣布将成立一家开发基础设施共享解决方案的公司。运营商Rakuten Mobile与KDDI达成了战略合作关系，进行区域网络合作应用；在韩国，SK、KT和LG U＋三家运营商共建共享5G网络，加速对5G网络的部署，有效利用资源，减少重复投资；在美国，T-Mobile与Sprint合并，合作进行5G建设；在中国，中国电信和中国联通宣布共同建设5G网络，分别在划定区域内负责5G网络的建设和运营工作。

联合建设也体现在应用领域的孵化上，大型企业联合斥重资布局5G孵化，撬动社会资源。

表4–32 大企业入局5G技术孵化的近况

时间	企业进行 5G 孵化的动态
2019 年 5 月	华为在韩国设立全球首个 5G 开放实验室，致力于促进韩国 5G 与信息和通信技术产业发展，为韩国中小企业与初创公司提供 5G 测试环境和对接服务，共同构建健康的 5G 生态
2019 年 6 月	中国联通设立百亿孵化基金助力 5G 应用和数字化转型，并成立了 5G 应用创新联盟，目前已有 240 余家企业加入，已经启动领航者计划，致力于打造 5G 应用领域的万亿新市场
2019 年 7 月	中国移动在全球成立了 1 个中央（北京）实验室、22 个区域实验室、4 个创新联盟。5G 联创中央实验室联合合作伙伴进行大宽带、低时延等典型的 5G 创新应用孵化
2019 年 7 月	中兴通讯携中国移动进行 5G 创新业务孵化，孵化项目涵盖视频娱乐、AR、VR、视频、云游戏、教育、人工智能与机器人等多个领域

数据来源：IKMResearch，2019

当前的5G孵化市场仍是一片蓝海，技术应用型孵化由国有企业以及相关技术企业牵头。5G技术的使用门槛降低后，将有更多的孵化载体加入竞争。兼具技术实力与资金实力的孵化载体，将会由于在早期阶段就进入孵化市场而获得更有利的发展。

电竞产业吸收政策红利，打造低成本年轻人流量池

据统计，我国2018年举办的热门电竞赛事超过500项，正在运营的电竞战队超过5 000个，国内电竞用户规模达5亿，市场规模达千亿元。今年上半年，电竞市场实际销售收入513.2亿元，电竞从业者44万人。中国已成为世界上最具影响力、最具潜力的电子竞技市场。

政策红利促使电竞产业蓬勃发展

从对电竞行业将信将疑到国内各大城市争先发展电竞产业，电竞产业受政策转向刺激明显。自从2016年4月，国家发改委、教育部、工信部等24部门联合下发《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，明确提出要“开展电子竞技游戏游艺赛事活动”，电竞产业迎来极大转机。

表4–33 中国和国际组织对电竞产业的扶持

时间	推动因素	推动效果
2003 年	国家体育总局确定电子竞技为第 99 个体育项目（2008 年改为第 78 个）	电竞成为国家体育战略的一部分
2004 年	第一届中国电子竞技运动会开幕	中国有了官方主办的电竞赛事
2007 年	第二届亚洲室内运动会成为第一个包含电子竞技项目的亚洲综合性运动会	电竞项目获得亚奥理事会承认
2013 年	国家体育总局组建 17 人的电子竞技国家队，出征亚洲室内运动会	电竞人才第一次“为国争光”
2016 年	国家发改委、教育部、工信部等 24 部门联合下发《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，明确提出要“开展电子竞技游戏游艺赛事活动”	电竞产业迎来极大转机
2016 年	教育部宣布在高等职业学校中增设“电子竞技运动与管理”专业，隶属于体育类学科	电竞人才培养提速
2017 年	亚奥理事会宣布电子竞技项目被纳入 2018 年雅加达亚运会、2022 年杭州亚运会参赛项目	电竞项目受到空前重视

数据来源：IKMResearch

各地方政府积极推进有关电竞项目的政策落地。2019年，包括上海、海南、重庆、西安、杭州在内的各地都在着力打造电竞产业。继上海推出20条意见力争建成“世界电竞之都”后，海南也发布“海六条”，从资金、人才、税收、赛事审批和内容传播等方面支持电竞产业。重庆忠县、安徽芜湖、江苏太仓、浙江杭州、河南孟州、辽宁葫芦岛等地相继宣布加入建设电竞小镇的队伍，并喊出了“电竞＋赛事”“电竞＋工业”等口号，平均建设一座电竞小镇需要投入将近20亿元。

孵化形式多样，创新应用探索

电竞孵化载体逐渐兴起，传统企业入局电竞孵化的现象近年来显著增多。在电竞赛事中，苏宁、奔驰、欧莱雅等赞助商的身影随处可见。

表4–34 企业入局电竞孵化的近况

企业	电竞孵化动态
腾讯	“腾讯游戏竞技平台”（简称 TGA）发布了未来赛事计划与人才培养计划
联通	中国联通 2019 年与腾讯电竞签署了战略合作协议，共建“5G 电竞联合实验室”，双方将共同研究 5G 技术在电竞领域的创新应用
海蓝国际电竞数娱中心	2018 年 11 月 16 日，中国（杭州）电竞数娱小镇首发项目正式开园。网竞集团电竞产业孵化基地通过导入网竞集团在电竞产业链及资本链的丰富资源，建成了具有研发、孵化、整合资源等功能的孵化器和电竞企业创新基地
周黑鸭	创建消费场景，在深圳后海开设电竞乐玩主题门店。周黑鸭希望能在电竞爱好者中推广品牌，让电竞爱好者在玩游戏时想到周黑鸭，从而购买周黑鸭的产品，使周黑鸭的业绩更好
全经联梦竞电竞产业孵化器	2018 年 12 月 15 日，第十届全经联年会在广东省梅州市召开，全经联产业加速器与武汉梦竞科技有限公司共同成立了全经联梦竞电竞产业孵化器

数据来源：IKMResearch，2019

“腾讯游戏竞技平台”是较资深的电竞孵化载体，其正从赛事计划、人才培养等多个方面进行电竞产业的探索，帮助腾讯旗下竞技对抗类游戏打造连通线上线下的大型赛事，并向观看及参与电子竞技赛事的游戏玩家提供服务。

多元化场景吸引用户，以低成本获取年轻用户流量

电竞赛事作为一个独立的娱乐内容，有着独立的营销场景及更丰富和开放的线上线下联动合作空间。2017年，苏宁、京东、奔驰、欧莱雅等赞助商入局电竞领域。

电竞产业相关企业已经由单纯的游戏生产制造商逐渐扩展至强有力的品牌。

对中小型游戏厂商来说，电竞赛事是一个重要的渠道，能增加游戏收入、延长游戏的生命周期，一项好的赛事能让一款游戏的生命至少延长2~3年。尽管目前大部分电竞企业尚未盈利，但这种针对年轻用户的培养模式仍在继续。

对传统品牌来说，跨界入驻能够帮助品牌方迅速网罗年轻群体，并快速定位目标人群，玩转线上线下，联动终端消费，完成针对精准消费人群的终端引流。线下赛事的流量获取成本低，在二、三线城市的校园联赛中获得流量比较容易，对年轻人极具吸引力。

电竞行业的可拓展性强，甚至可以将之用于国家军事人才队伍的选拔与培训。美国陆军计划进军电竞界，筹备组建一支陆军电竞战队，呼吁现役和预备役军人参加游戏竞赛，用电子游戏的方式训练士兵v，降

低培养一个合格士兵的费用。利用超过2 300万用户的电竞平台，美国军方能够快速吸引更多年轻人参与士兵选拔。

电竞产业受政策带动，未来几年具有较高发展潜力，电竞孵化领域的创新具有高成长性的特征。目前，电竞产业的利润集中在游戏厂家，中下游玩家的话语权有限，产业生态有进一步孵化的空间。若未来的政策红利消失，电竞产业的相关发展将受到一定影响。

4.5 孵化的核心在于科技

专业化孵化是奠定孵化稳定发展的根基，善于利用科技才能在现代孵化方面取得更大的突破。科技能够直接改变孵化环境。对科技进行持续性的投入，投资者能够从中受益，形成科技投入—收益—反哺闭环。在这个闭环中，科技的作用将不断扩大，全球孵化竞争正在提速，通过弥合科技孵化短板，中国现代孵化有望加速发展。

---

[1] 迈克尔·波特认为，在现代产业链中，附加值更多体现在“微笑曲线”的两端，即研发设计和品牌渠道环节，处于中间制造环节的附加值较低。

第5章

孵化行业的近况

5.1 至少1 000家孵化机构面临倒闭的风险，市场洗牌加速

中国目前出现了孵化载体增长速度快于在孵企业增长速度的现象，孵化载体间的竞争严重。根据科技部火炬中心统计，截至2018年底，中国创业孵化机构的数量达11 808家，其中，科技企业孵化器4 849家，同比增长19.2%；众创空间6 959家，同比增长21.3%；在孵企业和团队62万家，其中，科技企业孵化器中的在孵科技型中小企业20.6万家，同比增长17.7%。

在共享办公领域，市场运营者数量屡创新高。数据显示，截至2018年6月底，中国联合办公平台超过300家，布局网点6 000多个，总运营面积达1 200万平方米，提供工位总数200万个。《2018年中国联合办公活力指数报告》显示，2012—2017年，中国初级联合办公市场的年复合增长率为125%。

初级联合办公市场竞争激烈，入局者众多

知名初级联合办公机构不惜降价争夺客户。WeWork 2018年9月掀起的价格战，让不少企业元气大伤。WeWork推出100%返佣的高佣金政策，对从竞争对手处转租到WeWork且签约超过一年的租户，提供“第一年租金5折”的优惠。财务数据显示，WeWork 2018年的“增长和新市场开发”支出同比暴增335%，用于投资活动的净现金高达25亿美元。中国企业也纷纷跟进。氪空间推出5折的优惠活动，方糖小镇的近2 000个工位折扣降至6.5折，SOHO 3Q的租金也降至560元/周，入驻企业、中介带来新客户的还有1~2个月的租金提成返点。



图5–1 初级联合办公市场规模

数据来源：《2018年中国联合办公活力指数报告》，IKMResearch

孵化载体整体运营成本高。根据科技部火炬中心统计，2018年，中国创业孵化机构运营收入为646.2亿元，运营成本为515.7亿元，成本占收入的比重接近80%。租金成本是运营成本中占比最高的一部分。据统计，2019年，北京市的平均租金价格略有下降，但平均仍需396.6元/平方米·月。上海当期有效租金价格同比下降2.9%至296.8元/平方米·月。深圳2019年上半年的租金价格小幅下挫至236元/平方米·月。

无论是孵化器还是联合办公空间，盈利情况均不理想

从孵化器的利润来看，截至2018年，新三板挂牌的孵化器只有9家。除了创富港和创新工场，其他孵化器的财务表现可谓惨淡，超过60%的孵化器，最近3年扣除非经常性损益后的净利润不足500万元，绝大多数孵化器的营收不足3 000万元，超过半数的孵化器，政府补助占净利润的比例超过50%。

联合办公空间的运营成本居高不下。根据业内观点，联合办公空间的出租率只有在达到85%时才能实现盈亏平衡。以重点城市为例，深圳相对核心地段的联合办公工位大约为每个每月1 700～2 000元。而北京的国贸、中关村等核心地区，单个工位每月的价格约在1 800～2 100元。对于一个4人左右的初创团队而言，联合办公空间每月的租赁费用接近8 000元。在同等情况下，以每月8 000元的费用租赁一个30平方米的办公室，企业能够获得更私密的空间。高企的运营成本使孵化载体的市场竞争力进一步被削弱。

目前，整个办公空间租赁市场都不容乐观，一线城市甲级写字楼空置率上升。在北京，五大核心商圈的租金为433.64元/平方米·月，环比下降0.7%，同比下降2.0%，空置率为5.6%，保持了稳定的态势。新兴商圈租金为290元/平方米·月，空置率达22%；上海写字楼的空置率同比上升4.4%~18.0%，创近10年新高。租金报价与有效租金同步下行，当期有效租金同比下降2.9%至296.8元/平方米·月；深圳2019年一季度的甲级写字楼市场空置率环比上升0.2%至18.2%，前海片区的甲级写字楼空置率更是超过50%。

孵化载体间的竞争严重，市场格局需要调整，市场出清蔓延至国家级孵化器。2018年，国家级孵化器已经达到967家，江苏省和广东省的国家级孵化器分别为174家和108家。与2017年相比，国家级科技企业孵化器的数量下滑，年增长率为–2%。

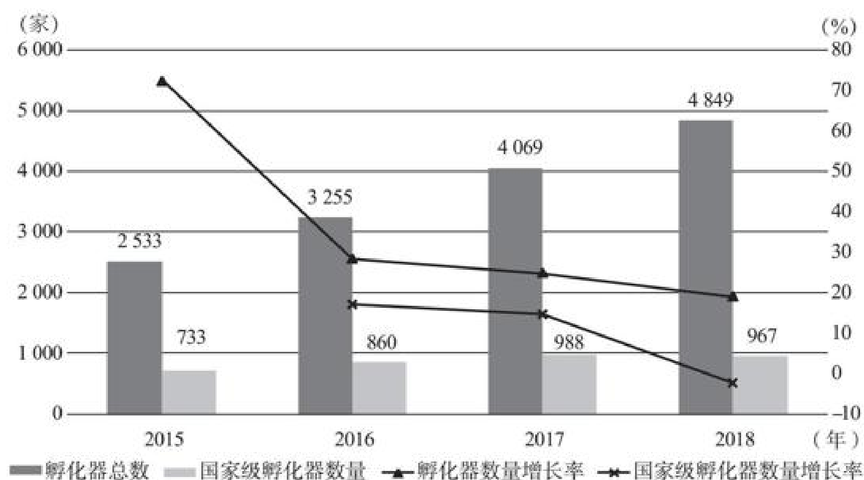


图5–2 2015—2018年，国家级孵化器占孵化器总数的比重及其增长趋势

数据来源：技部火炬中心，IKMResearch，2019

国家级孵化器数量的下滑一方面与孵化器行业的格局变动有关，另一方面也与国家级孵化器评价制度的变化有关。科技部最新印发的《科技企业孵化器管理办法》显示，科技部依据孵化器评价指标体系定期对国家级科技企业孵化器开展考核评价工作，并对其进行动态管理，对连续2次考核评价不合格的，取消其国家级科技企业孵化器资格。

在初级联合办公领域，中小型联合办公企业已经发生多起收购事件。其中行业皆知的大收购案包括WeWork在2018年吞并裸心社，优客

工场2018年对洪泰创新空间、无界空间、Workingdom及方糖小镇进行了收购。

表5–1 初级联合办公领域收购事件频发

时间	收购事件
2018 年 1 月	优客工场收购洪泰创新空间
2018 年 1 月	裸心社收购澳大利亚办公空间品牌 Gravity 70% 的股份
2018 年 3 月	优客工场收购无界空间
2018 年 3 月	优客工场收购 Wedo 联合创业社
2018 年 4 月	WeWork 中国收购裸心社
2018 年 7 月	优客工场收购上海共享办公社区 Workingdom
2018 年 7 月	优客工场收购爱特众创
2018 年 9 月	优客工场收购智能化办公平台 “火箭科技”
2018 年 10 月	优客工场收购方糖小镇

数据来源：网络公开，IKMResearch

洪泰创新空间、无界空间、裸心社、方糖小镇等孵化载体此前一度是整个创新孵化市场的中坚力量。曾经辉煌的孵化载体被收购，这正是市场出清速度加快的表现。

目前，纳入科技部火炬中心统计的孵化载体数量已经超过10　000家，还有许多尚未纳入统计范围的孵化载体。根据IKMResearch估算，全国至少有20　000家孵化载体，未来至少有1　000家孵化载体面临倒闭的风险。

5.2 资本市场对孵化载体的热情开始下降

孵化载体一方面为初创企业提供服务，另一方面，孵化载体本身也是一个企业。孵化机构同样面临融资难的问题，因为其需要持续的资金支持。2016—2017年，资本市场对孵化载体普遍看好，孵化载体获得大量融资。但随着孵化载体市场的洗牌，资本对这一领域的热情开始降温。

市场对孵化载体的热情近期有所降温

在融资受阻的状态下，孵化载体调整资金使用策略，裁减人员。2018年12月，36氪被爆裁员，其中氪空间裁员20%，涉及上百人。2019年4月，氪空间弃租了它准备布局海外的“首单物业”——中国香港华懋轩尼诗道1号，毁约行为使其要支付高达5亿港元的赔偿。

孵化载体一级市场融资减少

2015年是共享办公空间与初级联合办公空间集中诞生的一年，优客工场（2015年4月）、无界空间（2015年2月）、方糖小镇（2015年3月）、WE+酷窝（2015年5月）、裸心社（2015年11月）、Wedo联合创业社（2015年4月）、洪泰创新空间（2015年8月）等均在这一年诞生。

2016—2017年是孵化载体增长速度最快的两年，2017年是初级联合办公空间融资最多的一年。2017年，全球联合办公产业仅由24个知名品牌参与了38起融资并购事件，交易金额超过404亿元。2017年，优客工场获得了5笔融资，交易金额高达23亿元。2017年，优客工场与洪泰创新空间合并，创造了中国共享办公领域迄今为止最大的一起合并交易。优客工场和方糖小镇通过换股的方式达成战略合作协议。

2018年，孵化载体的发展速度开始放缓。根据公开信息统计，2015—2018年，各类众创空间、孵化器、初级联合办公空间分别融资27笔、36笔、31笔。

财政投入仍是全国孵化器最主要的投资来源，企业投资增长趋势明

显。科技部火炬中心数据显示，2018年的企业投资金额较2017年增长了21.2%，社会组织投资由41.9亿元下降到34.6亿元，降幅达17.4%。

2018年以来，全球主要的区块链公司——以太坊孵化器一直在寻求高达2亿美元的融资，该项融资直到2019年4月依旧没有完成。2019年7月，韩国最大的电信公司SK集团向其投资1 000万美元。2019年1月下旬，公司对外宣布，裁员人数不超过员工总数的13%。

具备一定基础与规模的孵化载体寻求IPO上市与二级市场的融资机会

5年间，头部联合办公公司与孵化器经历多轮融资，初步形成了一定的市场规模与基础。由于未来发展仍需庞大的运营资金，一级市场融资减少以及一级市场投资方也在寻求资金退出，国内外头部孵化载体均在寻求IPO上市与二级市场的融资机会。



图5–3 孵化器获得的投资来源

数据来源：科技部火炬中心，IKMResearch，2019

孵化器行业中尚未出现寻求IPO机会的企业

获得上百亿美元估值的初级联合办公企业领头羊WeWork，2019年8月正式向美国证券交易委员会提交了IPO招股书，10月，WeWork正式撤回上市招股说明书，IPO计划进行得不顺利，存在不确定性。

优客工场、氪空间和SOHO 3Q都曾表示有上市计划。优客工场由原万科集团副总裁毛大庆在2015年4月创办，目前已经完成D轮的2亿美元融资，估值达110亿元。

在公开市场上，新三板挂牌的孵化器有9家，分别为：苏河汇、莘

泽创业、创新工场、正润创服、创富港、宏福孵化、赢家伟业、科技众创、合肥高创。根据已公布的2018年全年业绩，绝大多数孵化器营收不足3 000万元，扣除非净利润则不足500万元。

A股市场中，创业黑马、张江高科、江北高新、南京高新等高新园区上市企业的市值不超过500亿元，市值水平较低。创业黑马作为A股市场上唯一一只创业培训类孵化载体股票，市值仅有25亿元左右。张江高科、江北高新等高新园区的市值在200亿元左右。

资本市场对孵化载体的融资接纳度降低

经过几年的发展，资本市场仍对孵化载体的盈利能力持怀疑态度。

对于投资人而言，目前市场上有非常多合适的投资标的。这些投资标的项目的盈利能力优秀，市场发展前景良好。另外在项目的硬性条件上，目前，联合办公以及孵化机构的估值已经处于较高的水平，资本介入成本高，后期退出难，投资回报率有限。

以中国联合办公巨头优客工场的融资历程来看，2015年创办至今，优客工场已经获得超过10轮的融资，估值接近40亿元（融资历程详见第4章）。在2019年9月，优客工场还获得了来自中信银行、招商银行及杭州银行的2.5亿元人民币贷款。而全球共享办公鼻祖WeWork更是在9年间获得了130亿美元的融资，估值一度接近600亿美元。随着WeWork中止IPO进程，公司估值由600亿美元跌至100亿~120亿美元，投资人的投资回报也大大缩水。由于有较高的投资成本与较大的投资风险，资本市场寻求新的投资标的与热点也在情理之中。

从孵化载体的自身实力来看，孵化载体的盈利模式仍有待观察，跟专业机构相比，孵化载体涉及的项目数量有限。孵化载体提供的服务对于初创企业而言价值有限，同时这种价值也受到初创企业购买能力的限制。孵化载体如果需为政府部门创造项目收益，则风险就更高，早期项目的失败率超过97%。

对孵化发展前景的怀疑与担忧情绪不断蔓延，这在行业巨头对待融资的态度上就可以得到答案。2018年底的时候，软银计划向WeWork投资160亿美元，但2019年初，软银的投资金额直接削减至不到20亿美元。

导致孵化载体融资热度减退的因素

“双创”口号的风口效应退减

自“双创”口号提出以来，中国创业市场已由狂热期逐渐转向理智期。相较2014年，2015年，中国早期投资市场的投资金额与案例激增。2015—2017年的早期市场投资案例数量相对平稳。从2018年起，投资案例数量下降趋势明显，单笔项目获得的融资金额上涨明显。

在“双创”口号风口效应退减的背景下，投资机构、投资人对早期项目也从“广撒网”的投资风格逐渐向集中资源、精准投资的风格转变。根据私募通数据，2018年，国内共有1　795起早期投资案例，同比下降10.8%；披露的投资金额约为142.45亿元，同比下降3.4%；披露的投资案例为1 513起，平均单笔投资金额为941.53万元，同比上涨12.9%。

受宏观环境的影响，创业热度逐渐下降

全球范围内出现自2015年以来的最大裁员潮。根据IKMResearch统计，仅2018年11月起的3个月内，全球裁员人数就超过30万，涉及汽车、互联网科技、生物医药、金融等一系列行业。5家中国轮胎企业破产、解散。制造业2018年第4季度的订单量大幅下滑。2018年8月2日，以生产轮胎、车身板材为主的永泰集团申请破产清算，正式宣告倒闭。永泰集团曾进入全球轮胎行业75强，并在2016年入选中国化工企业500强，排名第70位。

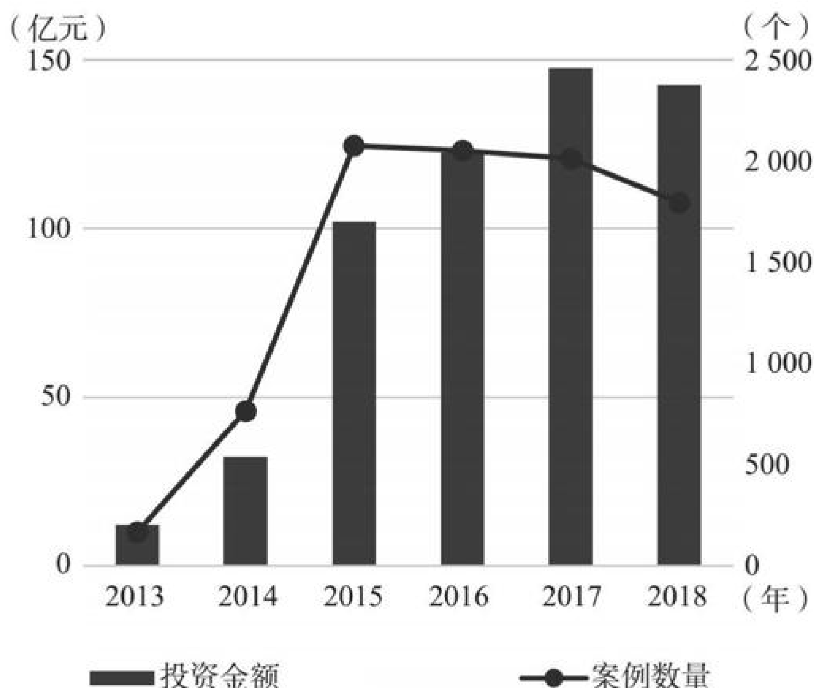


图5-4 2013—2018年，中国早期投资市场的投资总量

数据来源：私募通，IKMResearch，2019

受大批企业裁员、关店、倒闭的影响，消费者变得更加谨慎，主动离职的创业者减少。大学毕业生就业难，继续深造的人数增多，自主创业的人数下滑。根据国内第三方调查机构的调查，2018届本科毕业生"受雇工作"的比例为73.6%，已经连续5届下降；"自主创业"的人数比例低于2014年；"正在读研"（16.8%）及"准备考研"（3.3%）的人数比例较2014年分别增长3.2%和1.4%。

孵化载体融资资本退出时间长，资金使用成本过高

孵化载体创业项目入驻时间在1～36个月，科技部火炬中心统计数据显示，2018年，入驻周期在1～2年和2年以上的创业项目占比分别为36.5%和11.7%，接近一半的创业项目入驻时间大于1年，99%的创业项目难以存活3年以上，失败率非常高。3～6个月的短期帮助对初创企业的成长影响有限，企业将面临动辄90%以上的失败率和漫长的收益周期，仅有1%的企业能够成为独角兽企业。

即便成了独角兽企业，投资人要想获得投资收益，仍有漫长的路要走。标准普尔全球市场情报数据显示，在过去12个月内开始交易的141家IPO公司中，有68%报告了现金流。优步在过去的12个月中在运营上消耗了近26亿美元的现金，另外还有5.97亿美元的资本支出。按照这种速度，该公司将在大约2年内消耗57亿美元的现金和短期投资。

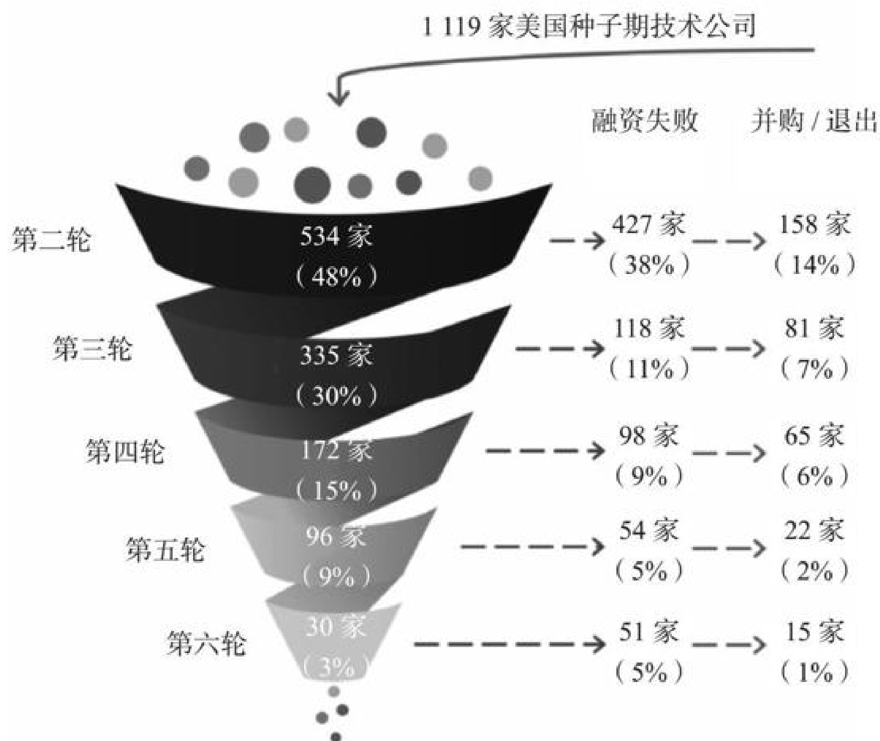


图5–5 初创企业每轮融资的成功率快速下降

数据来源：CBInsights，IKMResearch，2018

表5–2 2018年上市的独角兽企业的支出状况

企业	上市日期	过去 12 个月的自由现金流（百万美元）	交易首日收盘价格波动
优步（共享出行行业巨头）	2019 年 5 月	–2 563.0	8.6%
优信（二手车平台）	2018 年 6 月	–2 415.2	–78.1%
贝恩资本（专业金融）	2018 年 11 月	–895.5	3.4%
Moderna（生物技术公司）	2018 年 12 月	–44.9	–5.4%
111 集团（1 药网母公司）	2018 年 9 月	–396.5	–46.8%

数据来源：IBD，S&P全球市场情报，IKMResearch，2019

与互联网创业潮时获得成功的巨头相比，目前待上市的独角兽企业的盈利状况堪忧，仅有16%的企业在上市时具有盈利能力。

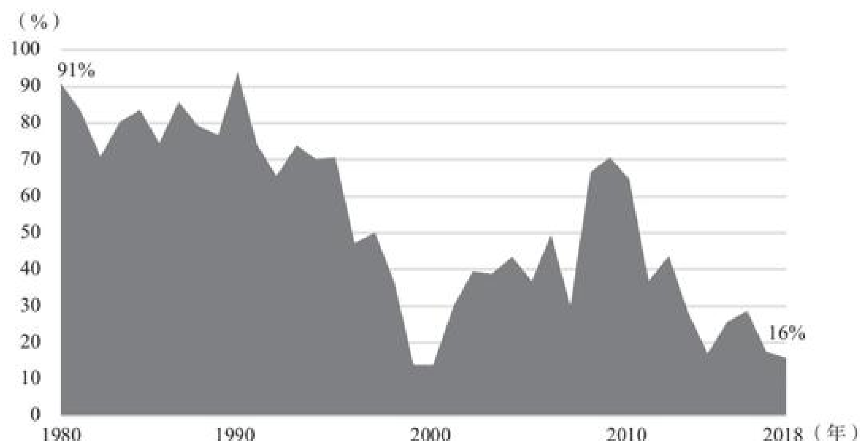


图5–6 IPO前实现盈利的企业数量快速下降

数据来源：IPO企业招股书，IKMResearch，2019

这些新企业的亏损并非暂时性的发展阵痛，而是大概率会长期存在的隐疾，其市场表现（市场份额）并不令人信服。以网约车独角兽企业Lyft为例，补贴并没有让用户锁定它。尽管独角兽企业的销售额在高速增长，但其所在市场竞争激烈，利润并没有持续增加的空间。

在资金退出时间漫长、孵化项目盈利前景不明朗等多重因素的影响下，向孵化载体投资的资金使用成本过高，投资机构与投资人变得更加谨慎。

5.3 银行新型业务涉足孵化融资生态圈，开启创投孵化2.0时代

PE/VC及各类传统股权资金对孵化载体进行投资的热情减退，以国有银行为首的商业银行开始对科创企业（主要是高科技企业、先进制造业企业）的孵化模式进行探索，尝试跨界入局。

初创型科技企业对融资的需求是持续性的。但随着2018年“去杠杆”“去通道”政策的执行，资本市场，特别是A股市场表现低迷，传统投贷联动的退出通道（IPO、并购、大股东回购）严重堰塞，这导致科创企业毫无例外地陷入普通小企业融资难、融资贵的泥潭。

表5–3 多部门聚焦中小企业融资难、融资贵问题

时间	融资孵化状态
2016 年	经国务院批准，银监会、科技部、中国人民银行共同启动投贷联动试点，首批选择国家开发银行、中国银行等 10 家银行在北京中关村、西安高新区等 5 个国家级自主创新示范区进行试点工作
2017 年	科技部印发《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》，其中明确指出，要服务大众创业，支持孵化器多元化发展；优化金融服务，推进投资孵化融合发展；提升孵化质量，带动创业服务精益发展；促进开放协同，加速创业孵化生态发展；增强区域合作，构建孵化器协调式发展
2018 年	5 部门联合印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》

数据来源：公开资料，IKMResearch

各家银行，特别是国有银行围绕“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三大任务，进一步提高“服务国家建设能力、防范金融风险能力、参与国际竞争能力”。

商业银行，特别是国有商业大行，历史性地涉足孵化融资生态圈，将对创新孵化行业产生空前重要的影响。

首批银行尝鲜创投孵化蛋糕，探索业务新模式

多家银行试点开展新投贷业务，与政府部门、创投机构、核心企业、科研院校、孵化机构等平台合作，通过投贷联动机制，为中小科创

企业提供资金支持。中国建设银行率先推出科技企业孵化贷、科创贷。兴业银行、招商银行、中国银行等10余家银行开始提供面向科创型中小微企业的投贷联动服务。

新业务对创投孵化领域的探索

银行介入创投孵化的流程不尽相同，部分银行采用的选择权贷款是投贷联动的一部分，操作模式是银行向企业放贷时，附加一定数额的股权认购期权，在约定的行权期限内，可指定第三方按约定价格认购公司股权。公开资料显示，包括中国建设银行在内的国有大行，以及招商银行、光大银行、广发银行等股份制银行，杭州银行、中原银行等城市商业银行均有此类贷款。

表5–4 部分银行入局创投孵化

银行	银行入局创投孵化的动作
中国建设银行	成立全资金融科技公司 与清华工研院共建科创孵化基地"建行—清华工研院科创孵化基地"，其被称为"投资者港湾"，并在建银大学基础上设立愚公学院，通过选择权贷款等方式，以"债权＋股权"的方式入场
兴业银行	2015年成立兴业数金，由兴业银行持股51%。业务包括为中小银行、非银行金融机构、中小企业提供全方位的金融信息云服务等
招商银行	2016年成立招银云创，全方位整合招银系金融服务，将招银系的金融科技云进行商业化运营，向金融同行业机构输出，同时将招银系的金融服务一并进行内嵌式输出
光大银行	成立光大科技，致力于实现集团信息化，提升集团整体的信息科技水平，未来为光大集团成员企业、合作伙伴及中小金融机构提供更精准的个性化产品和服务
民生银行	2018年成立民生科技，为民生银行集团、金融联盟成员。为中小银行、民营企业、互联网用户提供数字化、智能化的科技金融综合服务，共同打造科技金融生态圈
江苏银行	推出"孵化贷"产品，对接孵化器，服务初创期科技企业的创新产品，充分借助省、地科技部门以及孵化器的技术优势，以优惠的贷款利率、较低的融资门槛，通过"一次授信、分批用款、股债结合"的创新方式，为科创企业提供快速、便捷的综合服务

数据来源：公开信息，IKMResearch

按照银行是否取得初创企业股份，分为"只贷不投"模式和"边贷边投"模式。

“只贷不投”是指商业银行通过与创业投资、股权投资机构合作，由VC/PE对企业进行股权投资，商业银行只对企业提供信贷支持。商业银行与创投机构的合作主要有2种方式：

1.商业银行与政府发起的创业投资基金合作，对基金已投资或有投资意向的企业提供信贷支持，同时由政府主导的专项风险准备基金或者融资担保基金，按照一定比例进行风险分担和提供潜在损失补偿。

2.商业银行与合格的VC/PE合作，共同开发目标客户，并以“股权＋债权”的模式为客户提供融资支持。依据VC/PE的历史投资案例、资产管理规模，以及VC/PE是否提供担保或风险缓释措施等，金额有所不同。

“边贷边投”是指商业银行在对初创期企业提供传统信贷支持的同时，通过第三方机构（代持机构）代为持有借款企业一定比例的股权或者认股权证，从而以潜在的股权投资收益作为信用风险缓释手段。如人工智能技术与服务提供商第四范式，其在2018年12月获得C轮融资，而新晋的投资方就有中国农业银行、交通银行。此前的投资方还包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行的相关投资公司。从事人工智能研究的依图科技的投资方也包含兴业银行、中国工商银行、浦发银行的相关投资公司。

股权退出可依据银行对企业做出的方案以及双方的协议而定，银行可能在企业上市时退出，或者在企业进行下一轮融资时退出，也有可能银行不退出，在企业上市后直接成为其股东。

银行介入创投孵化领域达到多方共赢，对孵化生态圈产生巨大影响

新模式的出现为整个孵化生态圈注入变革驱动力。

银行介入将极大地改变创投孵化领域的生态及游戏规则。

从政策内涵上看，由国有商业银行带头，在总行层面上对投放至科创企业、先进制造业等国家战略导向行业的贷款，在内部资金转移价格及不良率容忍度方面均做出了巨大的调整。不良率容忍度的提高，为经营单位创造了敢干的条件，内部资金转移价格的下调，为经营单位创造了愿干的动力。

从产品外延看，新模式基于传统信贷模式，在对借款主体充分评估的基础上，大幅放宽相关业务的抵押担保率及担保方、抵押物的准入标准，并大幅下调了企业综合借款利率，使初创型企业能够拿到较为充裕、低廉的资金，为孵化型企业的发展提供真正的动力。

银行介入创投孵化领域的新旧模式各有不同，但最本质的差异在于推动的部门及贷后管理模式。

旧模式的投贷联动业务提出已有10余年，科创企业孵化类业务的不良率较高。而旧模式下的投贷联动业务均视为普通业务进行管理，这导致贷前没有责任部门专职负责科创企业孵化类业务，贷后管理责任认定的达摩克利斯之剑高悬。受制于此，旧模式的投贷联动业务基本停留在总分行发文及内部会议上。

新模式下，投贷联动业务中的投资部分由银行集团设立的具有投资功能的子公司负责进行落实，贷款部分由商业银行的专职部门进行审查审批。各家银行从总行到分行均设立了专职产品管理部门，制定了有针对性的审批标准及相应的贷后管理办法，从总行层面提升了孵化类产品的不良率容忍度，降低了综合融资成本。这客观上为科创企业孵化类业务的营销开辟了绿色通道，为基层经营单位办理投贷联动业务提供了保障，在贷后为经办责任人保驾护航。

表5–5 银行介入创投孵化领域的新旧模式差异

	旧模式	新模式
业务方式	投贷联动	投贷联动，根据企业的发展进行个性化的方案设计
合作方式	主要由有国资背景的担保公司推荐	由合格的VC/PE平台推荐；VC/PE可提供增信；经银行评估后的优质初创企业可获得信用
主要盈利方式	息差	息差+投资收益
产品类型	固定收益类产品	固定收益类产品+权益类产品
抵押物差异	一般仅限于不动产及贵金属类存货	放宽了专利、品牌、未上市股权等不合格押品的准入标准，同时给予审批部门较为灵活的信用审批空间
产品特征	科创企业向金融机构申请贷款，本质上依然考察其提供的抵押物或担保方的偿债能力	对科创企业的成长性有了更高要求，依据VC/PE投资方的评估、现金流及业内相对地位，获得低息融资
实际投放效果对比	基本停留在纸面文件上	数千家科创类优质企业已获得银行长期的低息资金支持

数据来源：IKMResearch

从外部来看，新模式下的投贷联动业务一方面对银行评估科创型企业的能力提出了更高的要求，使科创部门诞生；另一方面也对投资方平台的专业程度提出了更高要求，为投资方平台专注行业及企业研究创造了条件。

新模式下，各家银行从总行到分行均设立了专职产品管理部门，推动团队进步并进行指标考核，同时制定了针对性的审批标准。新模式下的投贷联动业务完成了从产品文件到借款方“最后一公里”的落地。商业银行推动部门除了通过客户关系离散获取科创型企业客户外，更将眼光投向了专业孵化载体、投资方平台，并通过投资方平台批量获得符合条件的目标客户。

新模式的出现，将给孵化载体和投资方平台对接银行科创中心带来了便利的条件和充裕的融资通道，不需要再将大量资源和精力消耗在对接资金方面。平台和企业更需苦练内功，提升价值评估、风险识别的能力。换言之，提升平台和企业的核心价值。这种新挑战是中国过往的孵化生态圈从来没有遇到过的。这同时为坚守价值投资、坚守实体经济的投资方平台带来了巨大的战略机遇：平台企业获得银行融资后能加速成长、安全退出，这将使有平台推荐或担保的孵化载体在融资时更加便利。

新模式能让各方专注提升专业能力，真正实现各方共赢。

从银行的角度看，银行介入创投孵化比常规业务更具灵活性。一方面，根据企业真实的现金流，银行能够以更低的尽调成本掌握初创企业状态，充分挖掘优质企业，并分享优质初创企业成长所带来的红利。另一方面，因为有了帮助初创企业的风险投资机构，银行仍能保障资金按时收回。银行向企业放贷时，可以与企业约定一定数额的股权认购期权，在约定的行权期限内，可指定第三方按约定价格认购公司股权，并分享后期股权红利。

从投资方平台的角度看，与银行联合以后，风险投资资金来源变得更加可靠，平台方可以将更多资源投入投资分析及风险识别。银行能以更便利的方式以及更低的成本获得更充裕的社会资金，投资人能够聚焦投资能力，挖掘优质项目，减少向社会寻求资本的过程，提高风险识别能力，提升价值发现能力、降低风险，使整体社会融资效率得到提高。

从孵化载体的（科创企业）角度看，银行的新业务为科创企业提供了全新的、可靠的融资渠道，企业能够以更加优惠的条件获得发展所需

资金。

（1）科创企业能获得发展所需的低息资金

传统银行信贷以及银行承兑汇票的融资成本最低，为6%~7%，综合融资成本接近10%。P2P（点对点网络借款）、民间融资的成本更高，扣除各类损失后，综合融资成本在15%~30%波动。初创型科创企业尽管头顶“高新技术企业”的光环，然而向金融机构申请贷款时却依然沿用传统企业的评估模型，并严重依赖不动产抵押及具有国资背景的担保公司。为了满足生产经营需求，小微企业不得不寻求成本较高的P2P、民间融资渠道等。

国有商业银行带头介入科创企业孵化业务后，打通了初创企业融资新渠道。商业银行在中央政策的指导下，拨出专门的科创贷款头寸，设置了较低的内部资金转移价格。这使得初创型科技公司的债务型融资成本降至4.35%~6%的区间内，低于大中型企业的平均融资成本，甚至低于普通的普惠金融融资成本。

（2）科创企业能获得可靠的发展资金

从目前已经开始办理的多家银行的孵化类产品来看，这类产品一般都提供1~5年的宽松期限，同时享受针对小微企业普惠金融贷款同样的“无本续贷”条件。这个巨大的转变使企业不必因为资金到期而四处筹措过桥资金，付出大量精力并付出巨大的隐性资金成本。

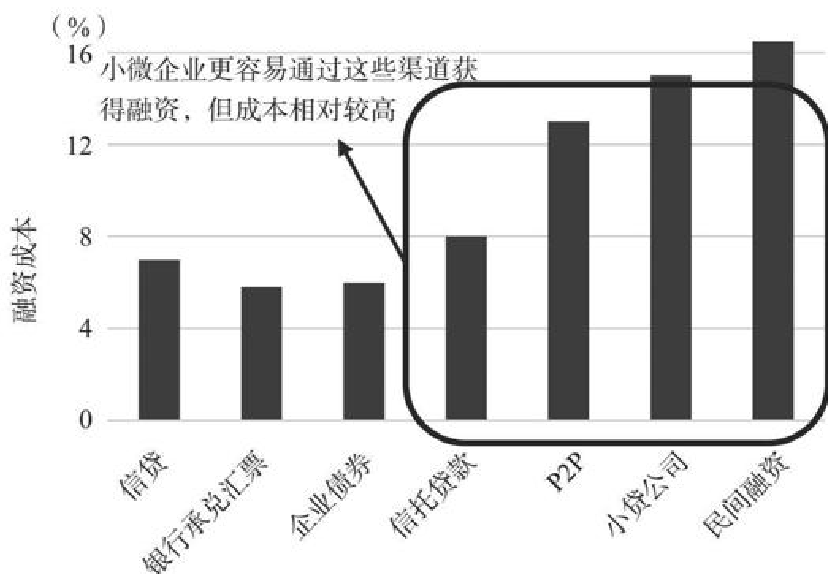


图5-7 小微企业融资难、融资贵

数据来源：银保监会，IKMResearch

与PE/VC机构及其背后的资本方不同，银行本身不具备经营实业的资格，因此也不可能有对赌或恶意收购等科创型企业可能面临的恶意行为。银行孵化产品的出台，使得科创企业能够以信用的方式获得资金，这解决了初创企业融资难的问题。银行孵化产品的出现，使企业能够以债权的方式获取起步资金，创始团队能够避免遇到创业伊始股权过度分散的情况。同时，国资背景银行的介入提供了可靠、善意的融资资金，这在很大程度上能够帮助初创型优质企业，避免为融资贱卖专利、股权，或陷入对赌、恶意收购等产业资本陷阱。

从这个角度上来说，商业银行孵化业务的推广，为科创型企业专注产品、服务和市场提供了可靠的资金护航。

银行介入创投孵化领域的深远意义

总体而言，在商业银行、投资方平台和孵化载体（科创企业）三方中，商业银行特别是国有银行分享了初创企业高速发展的红利，践行了社会责任。投资方平台专注于投资挖掘，社会融资成本减少。科创企业能够获得可靠、成本低廉的发展资金。

目前虽然只有中国建设银行真正实现了商业银行科创企业贷款的规模化投放[截至2019年9月底，中国建设银行深圳分行已实现科创企业贷款投放（包括孵化贷和科创贷）近24亿元，累计400余笔，其中信用贷款160余笔]，其他商业银行仍在进行探索和尝试。中国的商业银行已经在改革开放以来的信贷金融实践中，历史性地实现了对科创企业的规模化、系统化支持。

在科创企业、孵化类金融产品搭建的新生态圈里，银行、投资平台和孵化载体实现了三赢，这必将对融资生态、科创企业的发展乃至中国未来30年的科技发展带来深远的影响。

5.4 构筑优质孵化环境，护航中国经济发展

孵化是实现创新驱动经济发展的有效途径之一。尽管目前中国孵化行业仍存在诸多困难，短期内面临激烈的竞争，孵化载体进行市场融资的速度放缓，未来甚至将有1 000家以上的孵化载体消失，向上的发展态势依旧。整个孵化生态圈都在不断进化，银行介入创投孵化领域更是孵化生态升级的重要尝试，孵化依旧处于高速发展状态。随着孵化载体的不断成熟，涌入的资源专业度也将不断提升，中国独特的孵化环境还将孕育出更多优秀企业，进一步助力中国经济发展。

结语

2018年，全国共投入研究与实验发展经费19 677.9亿元，比上年增加2 071.8亿元，增长11.8%，占GDP的比重为2.19%；2019年，研究与实验发展经费支出21 737亿元，比上年增长10.5%，占GDP比重的2.19%，其中基础研究经费1 209亿元，连续4年保持了2位数的增速。

“十三五”规划提出，到2020年，全社会研究开发投入占GDP的比重要提高到2.5%以上。目前我国延续了“十三五”以来较快的增长势头，全社会研究开发投入连续6年增速超过2%，并再创历史新高，达到欧盟水平，但与2020年达到2.5%的目标相比仍有一定差距。

2019年，国家科技重大专项共安排234个课题，国家自然科学基金共资助45 192个项目。截至2019年底，正在运行的国家重点实验室515个，累计建设的国家工程研究中心133个、国家工程实验室217个、国家企业技术中心1 540家。国家科技成果转化引导基金累计设立21只子基金，资金总规模313亿元。全年境内外专利申请438万件，比上年增长1.3%，授予专利权259.2万件，比上年增长5.9%，PCT（Patent Cooperation Treaty，《专利合作条约》）专利申请受理量为6.1万件。截至2019年底，有效发明专利972.2万件，其中境内有效发明专利186.2万件，每万人发明专利拥有量13.3件。全年商标申请783.7万件，比上年增长6.3%；商标注册640.6万件，比上年增长27.9%。全年共签订技术合同48.4万份，技术合同成交金额22 398亿元，比上年增长26.6%。

2019年，全国科技企业孵化器、众创空间、大学科技园等创业孵化机构数量已接近1.3万家，其中国家级孵化器数量达1 177家，国家备案的众创空间数量达1 888家。2019年，科技部火炬中心在对国家级孵化载体进行评定时，加大对孵化成果与效率的考核，国家级孵化器的数量首次突破1 000家。

2019年是中国进入中等收入国家的第18个年头，也是中国GDP迈入人均万元大关的第一年，具有重要的标志性意义。从人均GDP 1 000美元进步到10 000美元，中国用了不到20年的时间，中国的发展速度超过了英、美、法等发达国家。短时间内，14亿人的生活水平有了巨大的改

善，中国对世界经济发展做出了卓越贡献。

2020年是关键的一年。当今世界正处于百年未有的大变局中，全球经济加速发展，最好的发展机会在中国。中国经济与世界经济已经发生了结构性变化，中国也面临前所未有的机遇和挑战。我们要不断发展创新、决心不改、团结一致、共享机遇、共迎挑战，不断努力构建人类命运共同体。

附表 与中国孵化发展相关的重要政府政策性文件

时间	文件名
1999 年	《关于促进科技成果转化的若干规定》
2003 年	《中华人民共和国中小企业促进法》
2007 年	《关于科技企业孵化器有关税收政策问题的通知》
2010 年	《国家中长期人才发展规划纲要（2010—2020）》
2011 年	《财政部　国家税务总局关于延长国家大学科技园和科技企业孵化器税收政策执行期限的通知》
2011 年	《国家“十二五”科学和技术发展规划》
2012 年	《国家科技企业孵化器“十二五”发展规划》
2013 年	《关于科技企业孵化器税收政策的通知》
2015 年	《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》
2016 年	《“十三五”国家科技创新规划》
2016 年	《关于科技企业孵化器税收政策的通知》
2017 年	《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》
2018 年	《关于科技企业孵化器　大学科技园和众创空间税收政策的通知》

图书在版编目（**CIP**）数据

中国式创新孵化 / IKMResearch著. -- 北京：中信出版社，2020.8
ISBN 978-7-5217-1678-8
I. ①中… II. ①I… III. ①企业孵化器 - 企业创新 - 研究 - 中国 IV. ①F279.244.4
中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第039933号

中国式创新孵化
著者：IKMResearch
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

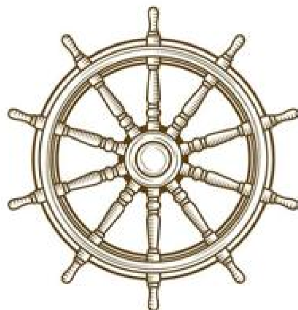
字数：260千字
版次：2020年8月第1版
书号：ISBN 978–7–5217–1678–8

版权所有·侵权必究

中国经济50人论坛丛书
Chinese Economists 50 Forum

中国经济如何行稳致远

蔡昉 主编



中信出版集团

目录

编委会名单

序言

第一章 稳就业的原则和重点

稳就业的政策优先序和实施原则

稳就业应处理好的五个关系

稳就业：着眼当前顾及长远

第二章 大力推进金融改革

中国债务灰犀牛是如何养成的

把地方政府债务关进制度笼子：结合日本经验的探讨

中国股票市场的五个不足

以金融创新支持经济创新

第三章 释放增长动能

多方施策稳出口

合意投资增速的几个标准

“稳投资”的重点和对策

第四章 经济改革与稳预期

供给侧改革与需求侧调控并行不悖

稳预期与平等保护产权

实现积极财政政策的完整性

第五章 走向高质量发展

实现“六稳”推动经济高质量发展

“房地产税”：难以言说的博弈

高质量发展的增长来源

适应低速增长

以所有权结构化、社会化推进要素市场化

“以变求稳”推进中国经济高质量发展

迎接中国经济增长新高峰

附录1

附录2

编委会名单

主编：

蔡昉

编委会成员（以姓名拼音字母为序）：

白重恩 蔡昉 樊纲 江小涓 隆国强 杨伟民 易纲

编辑工作人员：

徐剑 杨春 朱莉 李江洪

序言

2018年7月31日，中共中央政治局召开会议，分析和研究了当前经济形势，部署下半年经济工作，首次提出要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。2018年12月19日至21日召开的中央经济工作会议，再次强调了做好“六稳”工作。关于“六稳”的这一经济工作部署，以稳中求进的工作总基调为统领，抓住了防范和化解重大风险这一重要主题，立足于把经济增长保持在合理区间。

2019年2月16日，中国经济50人论坛召开年会，以“如何实现‘六稳’，保持经济长期向好”为主题，邀请部分论坛专家成员和特邀嘉宾做了发言。专家发言内容既包括了做好“六稳”的每个方面，也有从综合角度进行的分析。这次年会的内容引起媒体的关注和财经界的积极反响。由于发言人数较多，年会上每个人发言时间仅为大约6分钟。为了更全面反映论坛专家的研究成果，部分发言人充实了发言内容，形成比较完整的论文。中国经济50人论坛学术委员会决定编辑出版，以飨读者。

经济学家是一个最能体现众说纷纭、莫衷一是特点的群体。中国经济50人论坛专家成员，虽然共同点是直接从事经济工作并且高度关心改革、开放、发展的各个方面，但是由于观察问题的侧重点和分析方法不尽相同，对经济形势的认识进而提出的政策建议也自然有所差异。然而，对经济形势的判断乃至政策决策，在很多情况下并不是非此即彼那样简单，把这些分析、意见和建议结合起来阅读，恰恰可以产生互补、互鉴的效果。

中国经济50人论坛是一个研究和交流平台。作者在文中表达的观点并不代表论坛及其学术委员会的观点。当然，编辑中出现的遗漏或者错误之处，敬请读者不吝赐教，主编应该承担责任。

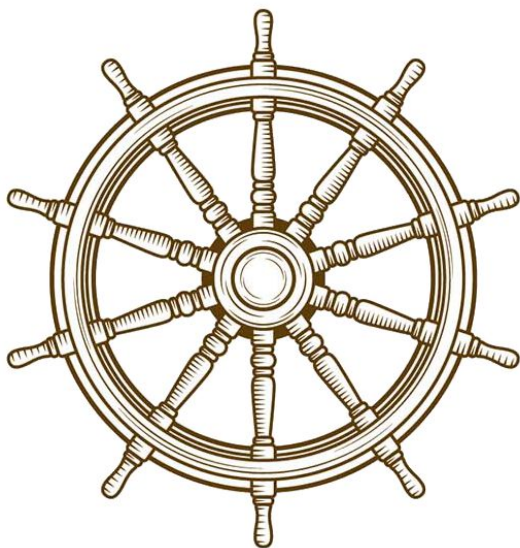
蔡昉

中国经济50人论坛学术委员会成员

2019年4月12日

第一章

稳就业的原则和重点



稳就业的政策优先序和实施原则

蔡昉[1]

面对中国经济稳中有进、稳中有变、变中有忧的局面，2018年12月19—21日召开的中央经济工作会议要求，要全面正确把握宏观政策、结构性政策、社会政策取向，确保经济运行在合理区间。中央提出稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，这既是当前需要积极应对，保障稳定的重要方面和主要内容，“六稳”的顺序安排也与时俱进，具有深刻的政策含义。总体而言，“六稳”中虽然没有“稳增长”的直接表述，但是，在确定了稳就业这个民生底线和稳金融这个防范系统性风险底线之后，其余“四稳”实际上都是稳增长的内容。因此，把就业放在“六稳”之首，标志着按照以人民为中心的发展思想，宏观经济政策目标从“保增长，稳就业”到“保就业，稳民生”的转变。

一、积极就业政策3.0

至少在20世纪90年代中期以前，我国劳动力转移和配置的市场化程度较低，宏观经济政策调控目标中没有明确的就业要求，货币政策和财政政策的官方表述中都没有单独提到就业目标。在一定程度上，这种情况与当时的劳动力供求关系也是相适应的。在二元经济发展过程中，劳动年龄人口和经济活动人口增长较快，劳动力市场上的供给大于需求是常态。因此，由于经济增长有一个既定的并假设不变的就业弹性［即一定的GDP（国内生产总值）增长率带来多大幅度的就业扩大］，人们常常观察到，就业扩大更多地依靠经济增长速度。因此，以经济增长带动就业这个现象，决定了以增长速度目标代替就业扩大目标的政策理念，也有其历史的合理性。

在经历了20世纪后期就业冲击和劳动力市场改革后，中央于21世纪初提出实施积极就业政策。2002年党的十六大报告提出实行促进就业的长期战略和政策，将促进经济增长、增加就业、稳定物价和保持国际收支平衡列为宏观调控主要目标。由此形成“积极就业政策1.0”。这同时也

意味着，政府和社会在关于经济增长与就业扩大的关系上，认识有了明显的提高，认识到经济增长并不自动带来就业扩大，不同政策导向的经济增长也带来不尽相同的就业效果。

2008—2009年为应对世界金融危机提出了更加积极的就业政策，党的十八大提出实施就业优先战略和更加积极的就业政策。从此，政府稳定就业的政策内容更加充实，政策工具也更加丰富。因此，可以将此视为“积极就业政策2.0”。与此同时，劳动力供求格局发生了根本性的变化，二元经济发展阶段劳动力无限供给的特征正在消失。在图1.1中，我们展示中国和主要新兴经济体，以及若干其他国家的实际GDP增长率和失业率，横坐标显示的时间跨度是2008—2017年。从其中的变化趋势可以看到，除中国之外，所有国家的增长率在2009年都发生了大幅跌落，失业率骤升。中国的减速相对平缓，失业率也没有显著变化。自2012年以来经济增长率缓慢下行，与此同时失业率即便不说显著下降，也可以说始终稳定在低水平上（图1.1中“中国a”和“中国b”分别使用了城镇登记失业率和城镇调查失业率）。

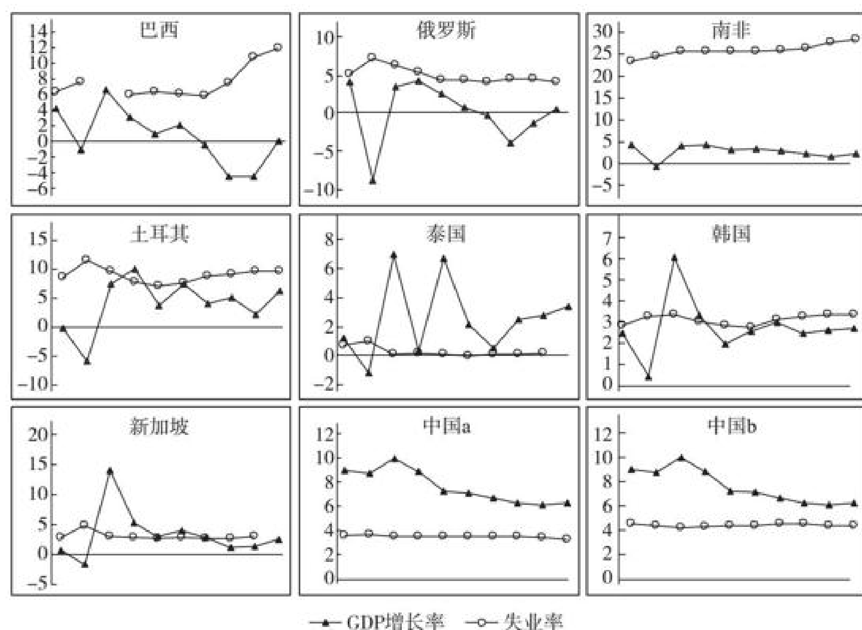


图1.1 部分国家的增长率与失业率关系

资料来源：国际劳工组织数据库（https://www.ilo.org/global/statistics-and-databases/lang--en/index.htm）和世界银行数据库（https://data.worldbank.org/），2019年1月1日下载。

为了从理念上强调保障民生的重要性以及解决好就业问题在其中的突出位置，在中央文件以及各种重要政策表述中，一直都是把确立和实现就业目标作为一项民生保障的要求，归入社会政策的范畴。如果说在政策表达中这样处理有利于提高就业政策优先地位，也便于考核各级地方政府相关工作，在政策实施层面未能把就业政策纳入宏观经济政策体系中，特别是货币政策的运用方向及出台时机没有将劳动力市场信号作为依据，则会导致稳定就业的要求在政策工具箱中的位置不恰当，也就造成稳定就业的措施难以同货币政策和财政政策等宏观经济政策的有效衔接，就业目标的优先序也容易在政策实施中被忽略，有时被保增长的要求代替。

2018年7月31日中共中央政治局提出“做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作”要求，并把稳就业作为“六稳”之首。这意味着开启“积极就业政策3.0”时代的时机已经成熟。特别是，政府已经启用城镇调查失业率统计，也被证明与其他劳动力市场指标具有一致性。因此，通过对积极就业政策在政策工具箱中位置的调整，即把实现充分就业的目标以及劳动力市场各类信号纳入宏观经济政策抉择中予以考量、决策和执行，积极就业政策就可以得到真正落实，宏观经济政策的终极目标和底线更加清晰且可操作，民生得到更好的保障。

二、认识就业指标及现状

最重要的劳动力市场指标是失业率。长期以来统计部门统计发布城镇登记失业率数据，但是，该数据长期稳定在4%左右，变动幅度极其微小，也意味着该数据对劳动力市场变化不敏感。由此我们可以将其视为不受周期性因素影响的自然失业率即结构性失业率和摩擦性失业率之和。有关研究也估算出，21世纪前十年的自然失业率为4%左右。[2]至于国际劳工组织建议且被很多国家采纳的（城镇）调查失业率，在20世纪90年代末和21世纪初经历过大幅攀升之后逐渐得到改善，自2008年之后稳定在5%上下的水平（见图1.2）。

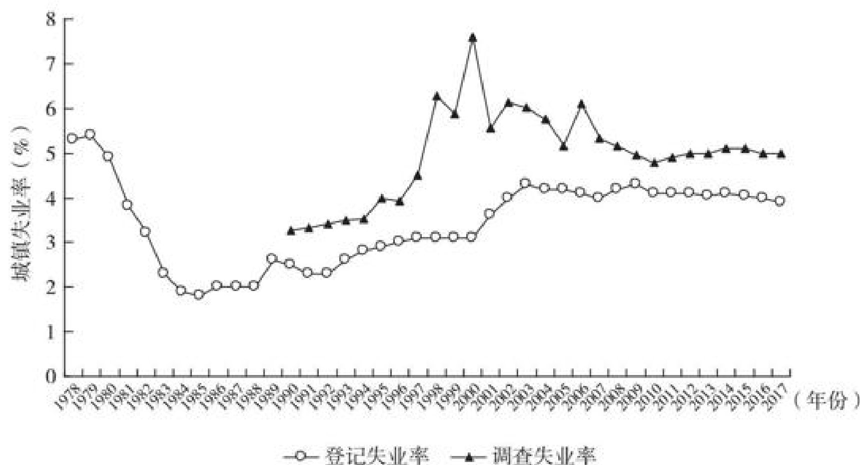


图1.2 城镇失业率变化

资料来源：城镇登记失业率数据来自国家统计局历年《中国统计年鉴》；城镇调查失业率的早期数据系作者估计，近年数据系根据新闻报道和国家统计局发布汇集。

在积极就业政策1.0和积极就业政策2.0的执行中，之所以对劳动力市场冲击做出及时反应的政策手段，始终未能在宏观经济政策工具箱中得到充分体现，一个关键的制约就是失业率等劳动力市场信息不健全，有时还难以得到一致性的解释。通过准确理解城镇登记失业率与城镇调查失业率，并通过这两个指标及其关系认识当前中国的劳动力市场状况，我们可以看到：第一，中国劳动力市场已经具备了典型的显示性指标，以及据此做出反应的劳动力市场行为。这都为宏观经济政策决策创造了必要的条件。第二，迄今为止中国经济基本处于充分就业状态，尚无须出台大水漫灌式的刺激性宏观经济政策措施。

在具有劳动力剩余特征的二元经济发展时期，我国城镇劳动力市场遭遇的最大的也是最后一次冲击，始于20世纪90年代中期，曾经造成大规模失业和下岗现象，其影响延续到此后大约10年的时间里。在21世纪第一个10年中，随着人口转变阶段发生了根本性变化，即15~59岁劳动年龄人口以及16岁以上经济活动人口相继进入负增长（见图1.3），劳动力供求关系也相应发生了逆转，劳动力不再是无限供给，二元经济发展特征逐渐式微，中国经济进入了全新的发展阶段。在2008年前后，一系列经济发展指标和劳动力市场指标，比如城镇失业率，不仅发生了数量上的变化，也发生了特征上的变化。

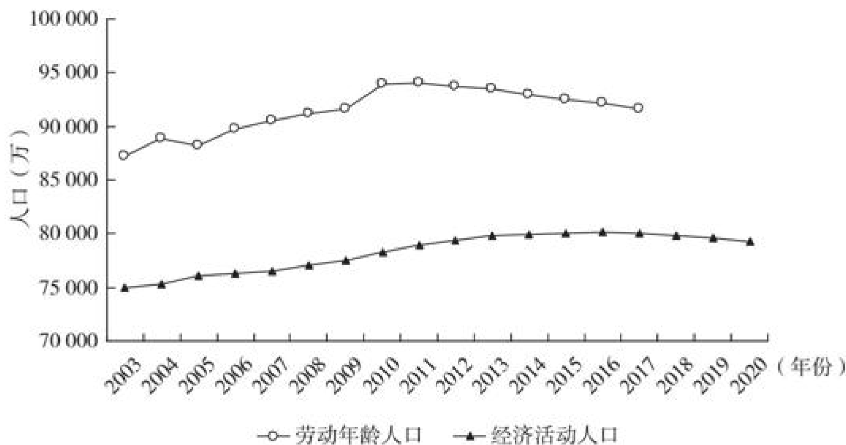


图1.3 劳动年龄人口和经济活动人口趋势

资料来源：根据人口普查和抽样调查数据估算。

直接观察和计量估计都表明，至少在2008年之前，4%左右的城镇登记失业率总体上处在自然失业率水平上，因而，较高的调查失业率与相当于登记失业率水平的自然失业率之间的差，便是对宏观经济更为敏感的周期性失业率。并且，由于农民工不能享受城市的失业保险，一方面无力承受在城镇处于失业状态，另一方面却可以依托承包地（农业）这个剩余劳动力蓄水池，避免在城市处于失业且没有社会保险的境地。事实上，他们一旦离开工作岗位通常会返乡务农，所以他们的劳动力市场状况既不影响自然失业率，也不影响周期性失业率。而当时城镇户籍人口的就业常常受到政策保护，积极就业政策也取得了较好效果，并且被失业保险制度兜底。所以，除了就业冲击最严重的2000年前后，周期性失业率并不敏感。

然而，如今情况发生了变化，给城镇劳动力市场带来新的特点。首先，由于迄今农业已经遭遇多年劳动力短缺。作为对此做出的理性反应，农业机械化进程加速，节约劳动的特征也越来越明显，因而替代劳动力的进程也非常快，农业已经不再具备执行剩余劳动力蓄水池的功能。其次，新一代农民工大多没有务农的经历和经验，也没有务农的预期和意愿。同时，现在农村家庭的收入状况也使他们能够承受短期不就业。因此，即便遭遇城镇就业困难，他们中很多人也不会返乡。最后，由于持续处于劳动力短缺状态，就业市场对劳动力需求仍然强劲，农民工保留工资提高也倾向于提高自然失业率。这样，农民工的劳动力市场状况已经开始影响自然失业率以及周期性失业率。此外，更多的城镇户

籍人口处于灵活就业状态，遭遇自然失业和周期性失业的概率都增大了。

由于2008年以来调查失业率保持在5%左右，成为一个稳定的失业率水平，按照自然失业率的定义（即不直接受宏观经济周期性影响而相对稳定的失业率），如今我们可以把5%的失业率水平看作是劳动力市场摩擦因素和结构性因素造成的，即处在自然失业率水平。在此失业率水平上（以及其他劳动力市场指标下），目前的经济增长速度可以满足充分就业的要求，因而仍然处于合理区间，无须急于出台强刺激性的宏观经济政策措施。通过对人力资源和社会保障部门采集的部分城市公共就业服务机构市场供求状况的分析，得出求人倍率（岗位需求数与求职人数之比）这个指标。分析显示直到2018年第四季度，岗位需求数仍然明显大于求职人数，并呈走高的趋势，也印证了当前就业比较充分这个结论（见图1.4）。以此自然失业率为基准，一旦超出该水平，就意味着经济增长速度低于潜在增长率，就会发生周期性失业现象，即调查失业率显著高于5%。那时，便是使出刺激性宏观经济政策相应工具的时机了。

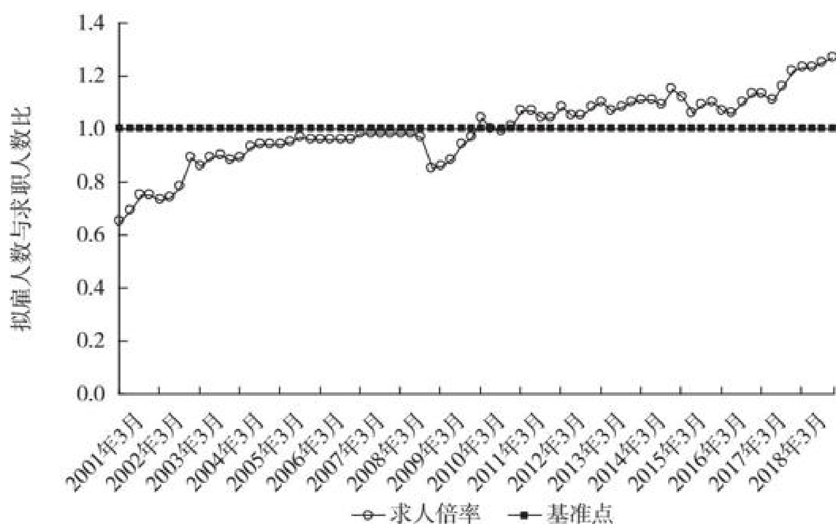


图1.4 城市公共就业服务机构供求状况

资料来源：CEIC数据库（https://www.ceicdata.com），2019年。

三、就业优先的政策协调

虽然自2012年以来中国经济增长一直处于下行趋势，但是，迄今为止GDP增长率与潜在增长能力是相适应的，因而没有形成增长缺口。对劳动力市场状况的观察，也显示中国经济处在充分就业的增长区间。这意味着，目前不宜对宏观经济采取大水漫灌式的强刺激措施。与此同时，中国经济也面临着国内外复杂局面造成的不确定性，以及从高速增长向高质量发展转变的严峻挑战。一方面，全球化逆风以及中美贸易摩擦，都可能使中国经济面对一定的外部需求侧冲击。另一方面，供给侧结构性改革也会产生一定的经济下行压力。与此同时，从供给侧看，生产要素供给和配置仍有巨大的改善潜力，可以提高中国经济的潜在增长率。因此，充实和调整宏观经济政策工具箱，在当前是一项需要置于优先地位的重要任务，唯此才能未雨绸缪，做好充分的政策储备和应对准备。充实和调整宏观经济政策工具箱，本身也是一项艰巨的改革任务，应该立足于达到以下目标，予以积极推进。

首先，围绕能够改善生产要素供给和配置从而提高潜在增长率的方面，继续深化经济体制改革，特别是推进供给侧结构性改革。至于诸多在供给侧和需求侧都具有促进和稳定经济增长效果的改革领域，因其能够创造真金白银和立竿见影的改革红利，应该在改革时间表上得到优先安排，以紧迫的节奏加快推进。例如，以农民工市民化为核心的户籍制度改革，既有助于稳定劳动力供给和提高资源配置效率，又能够扩大消费需求和平衡需求结构。又如，围绕减税降费进行改革，既减轻企业负担，又有助于改善经营环境、提振投资者和经营者信心。从这个出发点看，提高纳税的便利性也应该是减税降费改革的重要内容，符合推动简政放权和“放管服”改革方向，可以取得改善营商环境的效果。

在改革有利于提高经济增长潜力的认识上，经济学家是有共识的。他们分别就户籍制度、金融体制、土地制度、国有企业、人口政策、教育和培训体制等领域改革所具有的潜在效果进行了定性和定量分析，揭示出改革红利的显著性。例如，我们对改革效果的计量模拟表明，如果通过推进相关领域的改革，为目前的潜在增长率追加新的增长动力，比如把总和生育率从目前的1.4提高到1.6、使非农产业的劳动参与率每年增加1个百分点、全要素生产率的增长率提高0.5个百分点、并以一定速度扩大教育和职工培训的话，中国经济在近期和未来获得的额外GDP潜在增长率，可以达到1～2个百分点。[3]

其次，坚持民生导向，推进收入分配制度改革，完善社会保障网，实现社会政策托底，既是为推进供给侧结构性改革保驾护航，也是应对

经济下行压力和可能出现的劳动力市场的未雨绸缪之举。党的十八大以来，我国在民生领域取得了新的更大的进展，人民群众的获得感、幸福感、安全感显著增强，为防范化解重大风险、社会政策托底奠定了扎实的基础。同时也要看到，这个领域仍然存在诸多短板需要加快补齐，最紧迫的莫过于加大政策实施力度和改革力度，缩小城乡之间、地区之间、户籍身份之间和就业性质之间的基本公共服务差异。在资源有限的条件下，以基本公共服务均等化为突破口提高社会政策托底水平，可以取得纲举目张的效果。

在中国当前提高消费需求，有两个特别的人口群体最值得关注，也具有最大的潜力。一个群体是农民工群体。2017年全国有2.87亿农民工，其中1.72亿为离开了本乡镇的外出农民工，另外1.15亿为在本乡镇从事非农产业的农民工。无论他们是离开了农村还是离开了农业，都意味着成为工资收入者，消费需求和消费能力都显著提高。然而，由于户籍身份妨碍他们获得均等的基本公共服务以及降低他们城市落户的预期，所以抑制了他们的实际消费。研究表明，一旦通过户籍制度改革获得城市户籍身份，即便其他条件不变，农民工的消费支出也可以提高27%。另一个群体是老龄人口。2017年中国60岁及以上人口有2.4亿，占全部人口比重17.3%。中国“未富先老”特征的一个表现就是：人口的收入水平随年龄增长呈现出一个倒U字形曲线，即劳动收入从接近20岁才开始有，随后迅速提高并于25～45岁期间达到并稳定在高水平上，以后则逐渐下降，到60岁以后消失。相应地，消费水平也在30～40岁之间形成峰值，随后便缓慢降低。所以，释放老年人的消费能量，突破口在于稳定他们的劳动收入，增加他们的财产性收入，以及提高社会保障水平。

最后，实施升级版的积极就业政策，进一步完善劳动力市场指标的统计、采集和分析，为宏观经济政策底线及取向提供更加可靠的依据。目前我国各项劳动力市场信息统计已经比较完善，需要将其与宏观经济分析进行一致性考查，正确理解和把握这些信息的政策含义。在一定程度上，把积极就业政策纳入宏观经济政策工具箱，核心在于劳动力市场指标及其变化的正确解读。一方面，把失业率稳定在自然失业水平上，就能守住充分就业这个经济增长速度底线。另一方面，宏观经济政策工具箱中社会政策托底措施充实有效，也是守住民生底线的关键。同时，实施积极就业政策3.0，以及比托底更加积极进取的改善民生任务。把实际失业率稳定在自然失业水平上，固然满足了充分就业的目标，但是，自然失业率也不是一成不变的。通过改善技能培训和职介服务效率、扩

大公共就业服务覆盖面，可以显著提高劳动力市场的匹配水平，降低自然失业率本身。

---

[1] 蔡昉，中国经济50人论坛学术委员会成员，十三届全国人大常委、农业与农村委员会副主任委员，中国社会科学院副院长、学部委员。

[2] 都阳、陆旸，《中国的自然失业率水平及其含义》，《世界经济》，2011年第4期，第3—21页。

[3] Cai Fang and Lu Yang, “Take-off, Persistence, and Sustainability: Demographic Factor of the Chinese Growth”, *Asia & the Pacific Policy Studie*, Vol. 3, No. 2, 2016, pp. 203- 225.

稳就业应处理好的五个关系

宋晓梧[1]

2018年7月，以习近平同志为核心的党中央提出稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，第一次把稳就业放在“六稳”之首，同年11月国务院又发布了《关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见》，彰显了党中央、国务院在当前国际国内形势下对就业工作的高度重视。应当说，我国从经济高速增长向经济高质量增长转变的过程中，就业工作成绩是显著的，为经济社会的较平稳转型做出了努力。2018年全国城镇新增就业1 361万人，连续6年保持新增就业1 300万人以上。瑞士洛桑国际管理学院发布的《2017年世界竞争力报告》显示，在细分项中，中国的就业排在全球63个主要经济体中的首位，赢得国际社会的认可。同时也应看到，在当前国际国内形势下，我国就业面临着严峻挑战，需要处理好以下五个方面的关系。

一、就业与投资

有的学者提出，把稳就业放在“六稳”之首，标志着我国就业工作进入3.0版，意味着就业从社会民生工作提升为宏观经济工作。我认为“积极就业政策3.0”，应当明确就业是今后中长期经济宏观调控四大指标之首。我多次在中国经济50人论坛上谈过这个问题，这里就不重复了。那么把稳就业放在第一位是否就贬低了投资的重要性？长期过度依靠投资拉动GDP的增长方式已经难以为继，我国的就业弹性也为此曾大幅度降低，但这不是说现在突出就业，投资就不重要了。应处理好稳就业与稳投资的关系。

这方面，美国的经验还是值得借鉴的。2009年为应对次贷危机导致的失业率上升，美国出台了促进就业的法案——《美国复苏与再投资法案》。这个法案的标题中没有就业字样，可通篇都是围绕促进就业加大投资，如何保留创造工作的机会、如何援助受经济衰退影响严重的机构和个人、如何通过激励科学和健康方面的技术进步提高经济效益等问

题，其中也提到投资于交通、环境保护和其他会带来长期经济效益的基础设施。

我国现在经济增长还在减速，各方面对投资拉动经济增长有所期待。我担心一讲投资，很容易路径依赖，又围绕GDP去确定投资项目，尤其是地方政府，再驾轻就熟地分解投资指标以行政手段落实。据一些地方反映，这样的情况已经发生。当前我国GDP增长率还保持6%以上，仍远高于世界主要经济体，加大投资应重点围绕促进就业展开，经济的就业弹性以及投资的就业弹性应作为中长期投资效率的重要评价指标。

二、就业与中小企业

世界上大多数国家，90%左右的就业人员分布在中小企业。尽管一些大企业在经济结构调整中破产或大量裁员会引起社会高度关注，但从就业总量看，稳就业的重点是稳中小企业。根据统计分析，我国民营企业贡献了50%以上的税收、60%以上的国内生产总值、70%以上的技术创新成果、80%以上的城镇劳动就业、90%以上的新增就业人员，其中中小企业在提供就业岗位方面稳居第一。中小企业都是民营企业，稳住了民营企业就稳住了中小企业，这对稳就业十分重要。2018年11月，习近平总书记专门主持召开民营企业座谈会，充分肯定民营企业的重要地位和作用，强调必须坚持“两个毫不动摇”“三个没有变”，对支持民营企业发展壮大做出全面部署。各地、各个部门积极研究制定相关具体措施，在解决中小企业融资难、门槛高等方面出台许多政策举措，对稳就业起了至关重要的作用。

具体到稳就业，2018年11月国务院出台的文件提出：第一，加大对企业稳岗的支持力度。对于不裁员或少裁员的参保企业，可以返还其上一年度实际缴纳失业保险费的50%，对面临暂时性生产经营困难而且又有望近期得到恢复的，加大返还力度。第二，加大对小微企业融资担保的支持力度。充分发挥政府性融资担保基金作用，鼓励各地优先为符合条件的小微企业提供低费率担保支持，提高其贷款的可获得性。第三，将符合条件的小微企业创业担保贷款申请额度，从200万元提高到300万元，提高幅度达50%，可以更好地满足企业融资需求。第四，切实减轻企业负担。按照国务院的统一部署，连续出台降低社会保险费率的政策。这些政策相互结合，将进一步降低中小企业运营成本，帮助企业缓解融资难等问题，具有稳住民营企业尤其是中小微企业吸纳就业的作

用。

三、就业与创新发展

从就业总量看，随着我国人口老龄化的进程，新增就业人口对就业的压力大大减轻，但经济转型必然要求劳动力结构调整，包括产业结构、技术结构、知识结构以及年龄结构等方面。这些调整对就业的压力却大大增加。其中创新发展对就业结构调整压力很大。创新发展是新的发展理念之一，互联网、人工智能、机器人等是创新的焦点话题。国内外不少人，甚至知名学者，把创新与就业对立起来，认为创新将消灭一大批工作岗位，其中影响较大的是《今日简史》作者、以色列学者尤瓦尔·赫拉利。按他在《今日简史》中所说的，在19世纪人类创造出了庞大的无产阶级，在21世纪人类将创造出一个庞大的无用阶级。同类的观点现在还很时髦，以此推论，创新与就业似乎势同水火。就单个企业看，这种情况的确存在，如某港口依靠人工智能控制，工人需求量可以减少一半，又如某企业使用了数控柔性加工线后，普通工作岗位减少80%以上。

其实，创新导致一些现有工作岗位大幅度减少的事，在人类历史上，特别是工业化以来一直在不断上演，但同时创新还可以创造多大规模新的工作岗位，在创新之初是很难预测的。汽车的发明消灭了马车夫的工作岗位，马车夫有多少是可以统计的呢？而汽车的设计、制造、维修，以及其带来的相关产业链的工作岗位当时谁能预计呢？我认为，创新与就业的关系可以类比人类认知与未知的关系。我们的认知半径越大，未知的圆周越大。创新的层级越高，创造新就业岗位的潜力越大。当然，这是从人类文明发展的视角看就业与创新的关系，具体到一个企业、一个行业、一个地区，还是要高度重视创新带来的结构性失业问题，为能够转岗就业的提供适用的转业培训，为提前退出劳动力市场的提供合理的社会保障。

四、就业与工资、社保

在促进就业、经济增长、物价稳定、外贸平衡这宏观调控四大指标中，我认为“十三五”“十四五”时期应当把促进就业列为首要指标。在劳动力市场子体系中，就业、工资、社保三方面，就业也应处于优先地

位。市场经济条件下，行业、企业的工资水平是根据本行业、本企业具体的劳动力供求关系确定的，政府能做什么？政府不应当以行政手段直接干预企业的用人和工资自主经营权，当然工资水平的调整还要发挥劳资集体协商机制的作用，但在就业压力很大的情况下，政府可以通过缓慢提高最低工资标准来降低企业人工成本增长压力。这在发达市场经济国家不乏先例，有的在经济危机严重时实际上冻结了最低工资标准。鉴于工资刚性原则，降低最低工资水平的情况极为罕见。

现在企业抱怨比较强烈的，是我国社保缴费率高，主要是职工基本养老保险缴费率过高。在就业压力增大时，暂时下调社保缴费率是许多国家都采取过的措施。2009年出台的《美国复苏与再投资法案》就提出企业可以暂时免交失业保险费。新加坡在亚洲金融危机时曾大幅度下调公积金缴费率（约10个百分点），德国的企业社保缴费率多年来随着经济波动做适当调整。近年来，我国也适当调整了企业社保，主要是职工基本养老保险缴费率。例如2013—2016年，职工基本养老保险缴费率，上海、哈尔滨两市从22%下降到20%，厦门从14%降低到12%，深圳、宁波仍保持在14%。从法定社保缴费率看，我国企业缴费率在世界上处于高位，但由于各地采取了多种变通办法，全国平均企业实际缴费率要比法定缴费率低10多个百分点。更为严重的问题是由各地自行确定降低企业缴费率幅度，进一步加大了地区差距，破坏了社会保障应遵从的大数法则，造成不同地区企业社保负担苦乐不均，特别是老工业基地企业与新兴工业城市企业难以公平竞争。哈尔滨市降低了职工基本养老保险缴费率，养老保险基金更加入不敷出，而厦门、深圳等市积累了大量养老保险基金。因此，适当降低职工基本养老保险缴费率，应当在企业职工基本养老保险全国统筹的基础上统一调整，应尽快统一缴费率、统一缴费基础、统一经办机构、统一划拨国有资产补充职工基本养老保险基金。根据我目前搜集到的资料，除了加拿大的魁北克省，世界各国的法定职工养老保险都是全国统筹。许多人强调全国统筹面临的困难，正是需要以壮士断腕的精神去打破的既得利益格局。

五、就业与农民工

很长时期我们讲就业主要指城镇户籍就业人员，大家认为农民工是中国特有的就业稳定器。就业压力大了，成千上万的农民工可以返乡务农，城镇需要劳动力了，可以多让农业富余人员进城。现在这种情况发

生了根本性变化，必须把农民工就业放到稳就业工作的重要位置。

随着城镇化进程的加快，农民工已经成为城镇就业的主力军。据人力资源与社会保障部提供的数据，2017年农民工总量2.8亿人，占城镇总就业人口（4.2亿人）的67%。根据全国总工会2017年的调查，全国工会会员3.03亿人，其中农民工会员为1.4亿人。这意味着在全国各类单位就业人员中，农民工约占50%。其中1980年以后出生的新生代农民工占全国农民工总量的50.5%。那种认为城里有活就招农民工，城里没活农民工就回乡务农的观点，对上亿的新生代农民工完全失效。一项调查显示，38%的农民工认为自己就是所在城市的“本地人”，随着新生代农民工比重的增高，这种“本地人”认同感的比重也会增加，2017年比2016年就提高了2.4个百分点。因此，必须高度重视中美贸易摩擦对就业的影响，高度重视去产能对就业的影响，特别是对新生代农民工的影响。解决农民工务工问题的根本途径，是中央一再明确的农民工市民化，这一进程在“十三五”时期应加快进度，希望在“十四五”时期让农民工成为历史。

---

[1] 宋晓梧，中国经济50人论坛成员，北京师范大学中国收入分配研究院院长。

稳就业：着眼当前顾及长远

都阳[1]

中央经济工作会议明确地把实施积极的就业政策作为2019年经济工作的重点任务，稳就业成为宏观经济调控的首要目标。通过积极的就业政策稳定就业，不仅要对当前的经济形势和就业形势有准确的研判，还需要进一步完善积极就业政策体系，在守住底线目标的同时，保持劳动力市场的活力，为经济持续健康发展创造条件。

一、守住底线目标难度不大

维持充分就业既是稳就业的首要目标，也是坚持底线思维的重要体现。2018年，就业工作的底线目标是把城镇调查失业率控制在5.5%以下，城镇登记失业率控制在4.5%以下。2019年李克强总理在《政府工作报告》中指出，继续将城镇调查失业率控制在5.5%以下，城镇登记失业率控制在4.5%以下，作为政府的就业工作目标。结合经济发展和劳动力市场运行的实际情况分析，2019年实现就业工作的底线目标难度不大。考虑到城镇调查失业率较之城镇登记失业率更准确地反映了劳动力市场的实际变化情况，以下的分析以调查失业率为主。

从劳动供给的角度看，直接影响城镇调查失业率有三个指标：劳动年龄人口数量、城镇化率、劳动参与率。根据国家统计局新近公布的数据，2018年全国16~59岁人口总量为8.97亿。以2015年该年龄组人口60.5%的城镇化率为基准，假定其后的城镇化速率与总体的城镇化速率相当，则2019年16~59岁人口的城镇化水平为64%，人口数量在5.74亿左右。如果该年龄组城镇人口的平均劳动参与率在2019年不发生大的变化，保持在近年来的平均水平，即66%左右，由此推算2019年城镇16~59岁的经济活动人口总量大约为3.79亿。2018年全年月度城镇调查失业率在5%左右波动，均值为4.94%。如果以全国月度城镇调查失业率的均值水平和2018年9.02亿的16~59岁人口作为基准，在假定劳动参与率保持稳定和城镇化同水平推进的条件下，我们可以分别计算出2018年

基准水平的城镇就业规模以及2019年城镇调查失业率为5.5%水平下的就业规模。结果发现，在劳动年龄人口减少但城镇化仍然继续推进的情况下，2019年新创造出165万个左右的就业岗位，就可以确保实现城镇调查失业率控制在5.5%以下的就业工作目标。

从劳动力需求的角度看，影响经济增长的就业弹性的主要因素，如经济结构和企业的技术类型，在短期内变化不大。过去十几年，中国经济发展和劳动力市场变化的现实也证明了这一点。即便经历了2008年国际金融危机等剧烈的外部冲击，就业弹性系数的波动幅度也相对较小，过去十年该指标的变异系数（该指标标准差与其均值的比）仅为0.092。以近十年的数据观察，城镇就业弹性的均值为0.393，近五年为0.388。以过去五年平均就业弹性作为分析基准，2019年的经济增长如果保持在6%的水平，则会增加约1 000万个就业岗位。这意味着，把城镇调查失业率控制在5.5%以内是一个完全可以实现的目标。

需要指出的是，基于上述假定所产生的劳动力供需缺口意味着2019年劳动力市场仍然偏紧。劳动力市场的调整和动态平衡仍然将主要通过工资水平的上涨（抑制劳动力需求）和城镇化的推进（增加劳动力供给）等方式实现。

二、不断提升劳动力市场的运行效率

在实现底线目标难度不大的情况下，实施积极的就业政策也需顾及经济发展和劳动力市场运行的长远目标，即不断提升劳动力市场的运行效率，并使其成为支撑经济持续健康发展的有利条件。尤其需要注意防范的是，因过度关注短期的失业率指标，而损害劳动力市场中长期的健康发展。当前，需要重点关注以下几个方面。

首先，力争劳动参与率稳中有升。劳动参与率反映了劳动年龄人口参与劳动力市场的活跃程度。高参与率和低失业率是劳动力市场调控所要追求的理想目标，也是劳动力市场繁荣的重要体现。相比之下，低失业率和低参与率的组合，虽然在一定程度上实现了劳动力市场的调控目标，但人力资源的利用并不充分，劳动力市场的效率没有得到发挥。

近年来，总体劳动参与率呈下降趋势。分析表明，影响劳动参与的因素除了劳动力市场的工资水平以外，一些制度性因素，如社会保障制度安排的方式、户籍制度、公共服务的水平与均等化等都会因影响保留

工资水平，进而影响个体的劳动参与决策。例如，对未成年子女的看护提供社会化服务，可以有效地促进女性的劳动参与。而从中国的现实情况看，劳动参与的性别差异有扩大的可能，并制约了总体的劳动参与水平的提升。非劳动收入的增加也是影响劳动参与的重要因素，在老龄化日益严重的情况下，优化养老金给付机制，增加劳动供给激励，也是提高劳动参与率的重要方式。在城镇劳动力市场上，流动人口有着更高的劳动参与率，进一步消除劳动力流动的制度性障碍，继续鼓励农村向城市的劳动力转移，有利于提高总体的劳动参与水平。[2]

其次，要注重提升劳动力生产率。中国已经面临人口老龄化的挑战，而且，老龄化进程正在加速。不断提升劳动生产率是应对人口老龄化的根本举措。2013年以来，中国16~59岁的劳动年龄人口开始持续减少，2018年减少了470万人，过去五年累计减少了2 225万人。劳动供给减少在大大缓解了短期的就业压力的同时，也在不断增加劳动力的稀缺性，并推动了工资水平的不断快速上涨。更重要的是，由于劳动力稀缺性推动的工资上涨往往与劳动生产率脱离，这使得工资上涨无须以生产率提升为基础，其结果将导致单位劳动力成本（劳动力成本与劳动生产率之比）不断上扬。对于可贸易部门如制造业而言，单位劳动力成本的上升必然意味着企业、部门或行业国际竞争力的下降。在外部经济环境多变的情况下，如果单位劳动力成本上升过快，也不利于外向型企业或部门保持竞争力和就业稳定。

最后，要继续提高劳动力市场的流动性，进一步提升劳动力市场的运行效率。劳动力流动可以有效地扩大劳动力市场规模，促进就业，并对经济增长产生积极的推动作用。[3]中国改革开放以来的成就也充分证明了劳动力流动对就业创造的积极意义。然而，劳动力流动对于维持短期的劳动力市场平衡的积极作用却往往被忽视。因此，每当遇到短期的就业冲击时，政策干预的方式往往是用限制劳动力流动的措施来“稳就业”，例如以行政命令的方式限制企业解雇员工来稳定就业岗位。这种方式虽然可以在一段时间内保持就业岗位，但不利于持续创造就业。

实际上增加劳动力市场的流动性，也是短期维持劳动力市场平衡的重要抓手。根据劳动力流动的形式和程度的不同，流动性包括劳动力在城乡之间、地区之间、部门之间和企业之间等多种流动方式。流动性是市场机制发挥作用的重要体现。提高劳动力市场的流动性，之所以对稳定就业起积极的作用，是因为更动态的劳动力市场增加了劳动力市场的厚度。通过劳动力的流动，企业获得了更多的机会寻找更合适的劳动

者，企业用工的难度降低，有利于企业重新配置要素资源，进而增加对劳动力的需求。更重要的是，劳动力也有更多的机会选择更多的就业岗位。当前提高劳动力流动性的核心，仍然是继续致力于消除劳动力流动的各种制度障碍。要在各个领域深化改革，多措并举，以提升劳动力市场的运行效率。

要推动彻底的户籍制度改革，推进社会保障体系一体化改革，进一步开放城市（尤其是特大城市）的劳动力市场，以充分发挥大城市在就业创造中的特殊作用。进一步清理限制劳动力流动的行政干预政策，以及与户籍相关的就业歧视，最大限度地发挥城市的就业吸纳功能。消除劳动力流动的部门间障碍，通过深化国有企业用人机制改革，提高国有部门和其他经济部门之间的就业流动性，为新毕业大学生等面临暂时就业困难的群体创造更有利的就业环境。此外，还需要把握劳动监察和劳动力市场规制的节奏和力度，更加注重就业保护和就业创造的平衡。在外部经济环境多变、经济存在下行压力的情况下，谨慎出台新的规制措施，避免增加新的不确定性。

三、积极的就业政策要精准施策

精准施策是国家治理体系现代化的重要体现，稳就业的目标虽然置于各项宏观调控目标之首，但实施积极的就业政策也需要追求以最小的代价取得最大的成果。同时，从政策实施的效果看，只有精准施策，才能更有效地实现稳就业的政策目标。

（一）稳就业政策的成本

稳就业政策的成本体现于两个方面：推进积极就业政策的行政成本和实施积极就业政策的机会成本。前者主要是指公共财政对稳就业政策的直接或间接投入，行政体系为推进政策所动用的资源、产生的负担等。后者则是指稳就业目标和其他调控目标之间此消彼长的关系。一般来说，直接的成本切实可见，也容易计算，但政策执行的机会成本往往被忽视。因此，推进积极就业政策，不仅要考虑其所要实现的劳动力市场目标的实施效果，还需要考虑积极就业政策对其他经济指标可能产生的影响。

在宏观调控的主要目标中，失业率与价格水平的关系尤为密切。对

于积极的就业政策而言，以下几个关于两者关系的方面具有重要的政策含义。

第一，失业率和价格水平存在此消彼长的关系，积极的就业政策和其他宏观政策的目标永远都需要寻求这两者的平衡。当然，人们对更高的失业率和更高的价格水平的容忍程度并不是等价的。已有的研究利用加总数据的分析结果显示，失业率对幸福感影响的估计系数是通货膨胀的两倍。[4]这既体现了失业率和价格水平作为调控目标的相对重要性，也为我们制订更加细致的调控方案提供了参考的依据。

第二，失业率是不可以无限降低的，积极的就业政策也有其作用的极限，这也是中央经济工作会议和政府工作报告将失业率水平作为一个工作目标的原因。自然失业率确定了一个经济的充分就业水平，也给出了积极就业政策短期的目标极限。当然，自然失业率在长期也可能下降，除了一些政策和制度不可控的因素（如人口结构的变化）以外，需要通过强化劳动力市场功能，而不是短期调控政策完成。

第三，积极就业政策的方向和力度需要由失业率与自然失业率的相对关系来确定。潜在经济增长率水平决定了自然失业率水平，自然失业率与现实的失业率水平的差异，决定了积极就业政策是否需要有短期的需求管理的内容。这意味着如果对失业性质没有正确研判，就会降低稳就业投入的行政资源的使用效率。

（二）发生周期性失业的可能性较小

按照失业的产生机理，失业可以分为总需求不足产生的周期性失业、经济结构调整产生的结构性失业以及劳动力市场运行不畅导致的摩擦性失业。根据测算，中国经济在当前发展阶段的潜在增长水平在6.2%左右。[5]以此潜在经济增长水平估算，中国经济近年来的实际增长水平位于潜在经济增长率附近，需求缺口很小。从调查失业率和价格水平的相互关系看，总供给与总需求大体保持平衡，失业率水平与自然失业率水平接近。这意味着，目前并没有出现周期性失业，劳动力市场的总量关系也维持平衡。因此，中央提出的在2019年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策的组合是非常正确的，不需要以刺激短期需求的方式维持劳动力市场平衡。

当前的实际失业率水平与自然失业率接近，失业的主要构成是结构性失业和摩擦性失业，其中以结构性失业最为明显。结合当前的经济发

展阶段、经济运行态势和外部经济环境，造成结构性失业的来源主要有两个方面：首先，实施供给侧结构性改革，推动经济结构的调整和升级，劳动力成本上升，企业根据要素价格的变化重新配置资源等主动的结构性调整，可能会产生局部或区域性的结构性失业；其次，外部环境冲击和不确定性的增加，可能对部分企业和行业的生产经营产生影响，造成产出的波动，并导致就业岗位的损失。

（三）结构性失业的特点使精准施策成为可能

当前可能发生的结构性失业具有企业、行业和区域类型较为集中的特点。这些特点导致失业发生时的冲击效应比较集中和社会影响较为突出，但其区域集中和鲜明的行业特点，也为精准施策提供了可能，可以采取滴灌措施进行瞄准，治理结构性失业。结合当前的形势，治理结构性失业应该统筹好以下几个方面的工作。

第一，把稳就业的积极就业政策和扶持小微企业的一般政策统筹好。小微企业的脆弱性决定了在外部条件急剧变化或结构调整猛烈的时期，比大企业更容易受到冲击。同时，从企业的生命周期看，企业的消亡和新企业的诞生是经济结构调整的主要形式，而其中小微企业正是这种动态调整过程的主体。一方面，要看到小微企业的不断自然更替是经济发展过程的正常现象，只要有新的小微企业诞生，就会有新的就业岗位被创造。同时，也要关注特定经济环境变化给小微企业带来的特殊困难。因此，要把稳就业政策和扶持小微企业政策结合起来，特别是把促进就业的专项资金纳入扶持小微企业的专项计划中，以形成合力。

第二，统筹协调稳就业的政策和应对贸易环境变化和保护主义等外部冲击的政策。随着中国转变经济增长方式的逐步推进，增长动力已经明显转换，外贸依存度开始下降，内需已经成为就业创造的主要来源。中国的贸易依存度已由峰值的2006年的64.2%，下降到2018年的33.9%。2017年中国货物出口总额与GDP的比率为18.5%。若以出口增加值占GDP的比例估算，外需产生的直接的劳动力需求占就业的比重并不大，不到城镇就业总量的1%。外向型企业区域和行业集中，而且是否受到影响及受到冲击的程度也容易识别，采取精确瞄准的方式，给遇到外需冲击、具有转型能力的小微企业以过渡性的扶持，防范可能发生的失业。

第三，把稳就业的需求和处置僵尸企业的需求统筹好。一部分结构

性失业是和正常的结构调整相关联的，产生一部分失业是资源重新配置的必然结果，也是市场经济运行的正常现象，可以本着“保护劳动者，但不保护落后产能”的原则，瞄准个人而不是企业予以扶助。

四、强化社会安全网的兜底功能

经济发展过程中的失业现象不可避免，从宏观上看，一定程度的失业是不可避免的，也是可以接受的。但这绝不意味着对失业群体社会安全的忽视。就当前的经济运行情况看，5%~5.5%的城镇调查失业率与自然失业率水平接近，从宏观上看，过度干预失业水平可能会使其他宏观经济指标恶化，从而使政策实施负担更高的成本。但从微观上看，每一个失业的劳动者都经历着福利的损失，承受着失业带来的痛苦。因此，在强调稳就业的同时，对适度的失业率水平，要采取直接瞄准劳动者的方式，发挥社会安全网的兜底作用，对劳动者进行保护。这样既可以降低由失业引起的社会震荡，也能确保经济的正常运行。

失业人群仍然是劳动力市场的参与者，对他们的保护既要着眼于福利的稳定，也要致力于使他们重新回到工作岗位。因此，要注重福利补偿与工作激励的平衡。在社会安全网的诸多组成部分中，应该注重发挥失业保险制度的作用，而避免使用社会救助措施。

作为社会安全网的重要组成部分，加快改革现行的失业保险制度，充分利用失业保险基金，更好地发挥失业保险制度的作用，可以在失业冲击发生时起到立竿见影的作用。例如，改革失业保险的统筹方式，通过提高失业保险基金的统筹层次，解决失业严重地区基金供给不足、就业形势好的地区结余丰富的矛盾，真正发挥保险的互济功能。通过扩大基金覆盖范围，特别是提高农民工的参保率，解决劳动密集型行业对失业保险需求大、受到冲击的风险大，但覆盖相对低的矛盾。借鉴国际上成功的经验，改革失业保险基金的支付方法，兼顾失业救助与劳动供给激励，提高失业保险基金的使用效率。

---

[1] 都阳，中国社会科学院人口与劳动经济研究所副所长。

[2] 都阳、贾朋，《劳动供给与经济增长》，《劳动经济研究》，2018年第3期，第4—22页。

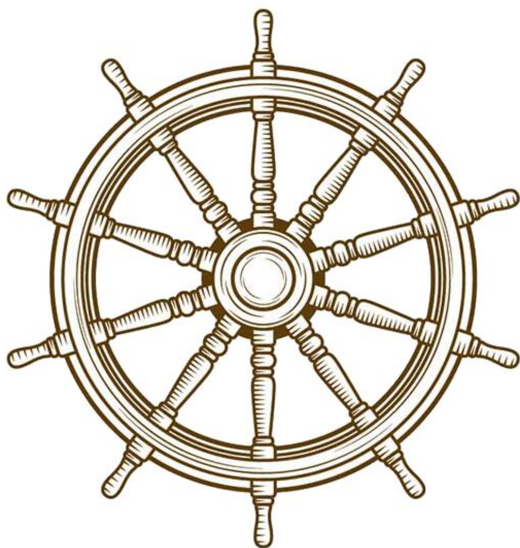
[3] 都阳、蔡昉、屈小博、程杰，《延续中国奇迹：从户籍制度改革中收获红利》，《经济研究》，2014年第8期，第4—13、78页。

[4] Di Tella, R., R. MacCulloch, and A. Oswald, 2001, “Preferences over Inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness”, *American Economic Review*,91(1), pp. 335- 341.

[5] 陆旸、蔡昉，《从人口红利到改革红利：基于中国潜在增长率的模拟》，《世界经济》，2016年第1期，第3—23页。

第二章

大力推进金融改革



中国债务灰犀牛是如何养成的

张晓晶[1]

2008年国际金融危机以来，全球范围内的债务高企，引起各方面关注。国际货币基金组织推荐使用宏观杠杆率（实体经济部门的债务与GDP之比）来评估各国债务风险；国际清算银行也提出了将杠杆率偏离长期趋势的杠杆率缺口作为金融不稳定的预警。

在此期间，我国宏观杠杆率则以更快的速度攀升。中国社会科学院国家资产负债表研究中心的数据显示，2008—2016年，我国宏观杠杆率平均每年上升12.4个百分点，是同期全球宏观杠杆率增速的两倍多。截至2018年底，我国宏观杠杆率为243.7%，与美国的水平大体接近。过高杠杆率是金融脆弱性的根源，意味着巨大风险，因此社会上也将高杠杆问题称为“债务灰犀牛”。债务灰犀牛是如何养成的呢？本文将在分析债务水平与分布结构的基础上，指出形成高杠杆的体制原因，进而提出相应的对策建议。

一、中国的债务水平、结构与风险

从债务水平上看，我国实体经济部门杠杆率不到250%，远高于新兴经济体不到190%的平均杠杆率，接近美国的水平。从这个角度，这只灰犀牛的个头还是巨大的。但从威胁性、危险性来看，灰犀牛的内在结构才更重要。这就是为什么我们需要解剖这只灰犀牛，也就是分析杠杆率的结构及其风险。

从结构上看，2018年居民部门杠杆率为53.2%，企业部门杠杆率为153.55%，政府部门杠杆率为36.95%（见图2.1）。国际比较发现，居民部门杠杆率还相对“正常”，而企业部门杠杆率畸高，政府部门杠杆率偏低。那么，杠杆率的风险到底在哪里呢？

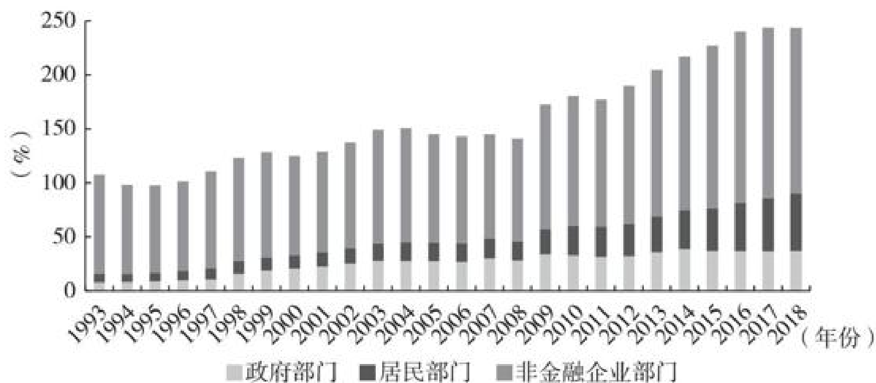


图**2.1** 实体经济部门杠杆率及其分布

（一）居民部门杠杆率风险

第一，杠杆率增速过快。居民部门杠杆率这些年的快速上升值得警惕。2018年共上升了3.8个百分点。尽管与2016年、2017年分别上升5.8和4.4个百分点相比已经有所放缓，但比起2008—2018年的年平均增幅3.5个百分点，还是要高。不过，这并非中国独有的现象。“二战”后，发达经济体普遍经历了这么一个过程（见图2.2）。美国居民部门杠杆率在20世纪50年代仅为20%，到2008年金融危机前的最高点已接近100%。其中上升最快的一段时间是2000—2007年。2000年美国居民部门杠杆率为69.9%，仅7年时间便上升了28个百分点。而我国目前也正处于杠杆率增速较快的时期，从2008年的17.9%上升至2018年的53.2%，10年上涨了35个百分点，增速与美国2000—2007年相当。

第二，短期消费贷成为变相的抵押贷，加大了风险。2017年以来各地纷纷推出住房限贷政策，银行收紧了房地产贷款额度，批贷周期也相应拉长，这使得部分贷款渠道转向了短期消费贷。短期消费贷缺少实物资产的抵押，银行面临的风险敞口更大。在新一代消费群体借贷意愿增强、互联网金融持续发展、银行零售业务加快转型的背景下，预计短期消费贷仍会保持一定增速。目前来看，在个人贷款总体不良率特别是个人抵押贷款不良率保持较低水平的同时，信用卡不良率和消费金融类贷款不良率相对较高，且未来有可能会持续提升。下一阶段要关注包括信用卡、基于互联网的信用类产品、消费金融类贷款、现金贷等在内的信用类消费贷款的共债与杠杆风险。

第三，较大的贫富差距使得平均意义上的杠杆率不能完全反映实质

上的结构性风险。一般寻求消费贷来作为降低首付比例的家庭，其金融资产规模也势必有限。而拥有大量存款类金融资产的家庭，其贷款比例也一定有限。这种因收入与财富差距造成的居民部门内部资产结构扭曲使得平均意义上的杠杆率风险加大。拥有负债的家庭缺少相应的金融资产作为覆盖，一旦其收入流出现问题，就会出现违约风险。

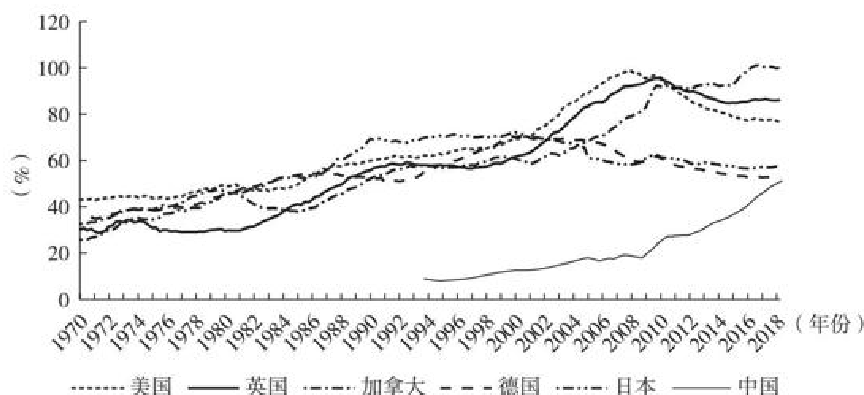


图2.2 各国居民部门杠杆率

资料来源：国际清算银行；国家资产负债表研究中心。

（二）企业杠杆率风险

非金融企业部门延续了2017年去杠杆的势头，企业部门杠杆率由2017年的158.19%回落至2018年的153.55%，下降了4.6个百分点。企业部门杠杆率自2017年第一季度达到161.4%的峰值后持续下降，当前水平相比峰值时期已下降7.8个百分点，除2019年第一季度稍有反弹外，下降趋势已保持了7个季度。非金融企业去杠杆取得成效，但其贡献主要在民营企业。2018年，国有企业总负债上升了16.0%，而民企为主的工业企业总负债仅上升了2.9%。结果就造成国企债务占整个非金融企业部门债务的比重在不断攀升。根据我们的估算，2018年国企债务在非金融企业债务中的比例为66.9%，比2017年上升了5.5个百分点。比起2015年第二季度的较低水平，更是上升了10个百分点（见图2.3）。

尽管我国企业杠杆率水平在全球都是数一数二的，但仔细分析，其中国有企业债务占比超过六成。而这些国有企业债务中，又有一半左右是融资平台债务，这部分是和地方政府有直接关联的。如果扣除融资平台债务，企业部门杠杆率风险也就不那么凸显了。

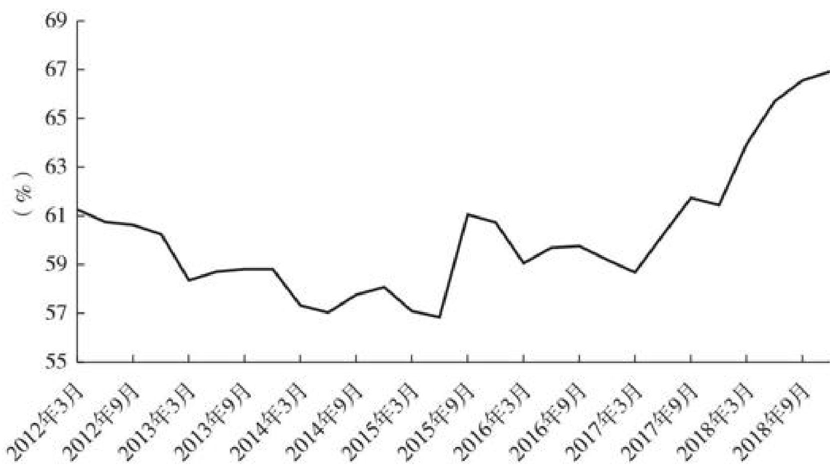


图2.3 国有企业债务在非金融企业部门债务中的占比

资料来源：中国人民银行、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

（三）政府杠杆率风险

截至2018年，政府总杠杆率从2017年的36.44%上升至36.95%，仅上升了0.5个百分点。其中：中央政府杠杆率从2017年的16.37%上升至16.53%，上升了不到0.2个百分点；地方政府杠杆率从2017年的20.07%上升至20.42%，上升了不到0.4个百分点。无论中央政府还是地方政府，就国际而言，其杠杆率都处在较低水平，但这是指显性的政府杠杆率。如果考虑到地方隐性债务，也就是所谓的预算外债务，这包括传统的融资平台债务，以及后来有所“创新”的政府投资基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP（政府和社会资本合作）等新“马甲”，政府部门的债务水平就会很高。根据我们的估算，2017年预算外债务大约为45.3万亿人民币，占当年GDP的55.2%。如果将这部分隐性债务与政府的显性债务加在一起，政府部门杠杆率会超过90%。我们把国有企业杠杆率与政府杠杆率合计，形成公共部门杠杆率，那么这个数字会达到140%，大大超过私人部门杠杆率（即居民部门加上非国有企业部门，合计为103.9%）。这个现象在国际上是少见的。除了日本，其他国家都是私人部门杠杆率远高于公共部门杠杆率。

综合以上，尽管居民部门杠杆率风险也值得关注，但更大的问题在国有企业与地方政府。而这两个部门的债务攀升有着鲜明的中国特色，是体制性因素造成的。所以说，是传统体制“养成”了债务灰犀牛。

二、传统体制“养成”了债务灰犀牛

强调传统体制是债务积累的主因，并不意味着它们是杠杆率攀升的所有原因。实际上，造成债务积累还有很多其他因素。比如信贷增速、监管严格程度、名义GDP的波动等周期性因素，以及融资结构、要素配置及TFP（全要素生产率）、人口年龄结构与储蓄水平等结构性因素。强调体制性原因，是希望找到高杠杆的根源和解决债务问题的抓手。概括起来，造成中国债务积累与杠杆率攀升的体制性根源在于国有企业、地方政府与金融机构“三位一体”的错综复杂关系。

（一）国有企业的“结构性优势”

作为共和国经济的支柱企业，国有企业一直以来承担着很多社会责任并享有特别的“结构性优势”。这个责任，就是需要实现社会性目标，既包括承担坚持基本经济制度、社会主义方向这样的宏大任务，也包括稳定宏观经济、实现社会公平、保障经济安全等方面的具体责任。正因为这样的重大责任，才使得国有企业可以在税收、信贷、市场进入、产业政策等方面享有特别的优惠政策，尤其是国有企业的软预算约束及政府对之的隐性担保（软预算约束与隐性担保或许可以看作一个硬币的两面，两者是相互支持和加强的）。以上这些恰恰是其他市场主体所不能够享有的“结构性优势”。值得一提的是，国有企业不仅在市场进入方面得到特殊照顾（比如获得优先的垄断地位），在市场退出方面更是享有诸多保护。目前大量僵尸国有企业仍然未能退出市场，根本就在于体制惯性让其享受到“铁帽子王”的待遇，可以在强制性的市场出清过程中获得“免死金牌”。

（二）地方政府的发展责任与软预算约束

地方政府肩负着发展地方经济的艰巨任务，特别是在地方基础设施建设等方面，负有不可推卸的责任。虽然一些社会基础设施（如医疗、社保等）现在正处于细分中央地方事权的时期，情况或有改观。但过去很长一段时期，包括未来一段时期（在新的改革方案未落地之前），地方政府要承担的责任还是非常多的。而这些责任（或事权），往往都是需要中长期融资来支撑的。中长期融资一直以来是市场无法很好解决的领域，地方政府需要找到自己的办法来解决。根据我们的估算，基建投

资中，15%左右的资金来自预算内，5%左右来自政府性基金（主要是地方政府卖地收入），其余部分则来自社会资本。而这部分社会资本或多或少都会涉及地方政府的隐性债务，或是PPP形式下的优先受益权，或者来自地方政府融资平台的投资，甚至部分直接来自地方政府提供了隐性担保的资金。于是我们看到，地方政府的显性债务是压住了，但地方政府隐性债务却一路攀升。

（三）金融机构的体制性偏好

正是金融机构的体制性偏好即国有偏好，才使得国有企业与地方政府的“任性”扩张能够顺利实现。这里的“国有偏好”是指对于国有企业与地方政府的偏好，它可以看作是传统所有制歧视的延伸。而这种国有偏好，本质上是金融机构对于拥有国资或政府背景的投融资项目所产生的隐性担保和刚性兑付的幻觉，也是对于它们所谓结构性优势的依赖。这是体制所内生的。尽管当前的金融体系已经不完全是国有一统天下，市场化的金融机构也不断成长起来，但即便这些非国有的金融机构，也会惯性地产生政府兜底幻觉。这表明，隐性担保与刚性兑付已经根深蒂固，成了一般市场活动的前提，甚至成为不容置疑的潜规则。这样一种“体制保障”，实质上是在道义上对政府的“绑架”。有了这样的“体制保障”或潜规则，“欠债还钱”的市场铁律就会被打破，道德风险就会产生，而金融资产（信贷资源）的定价就会产生扭曲，由此带来的金融资源配置也会产生低效和扭曲。

通过国际比较，对于中国高债务形成的体制性原因我们可能会有一个更清醒的认识。这里以高居全球之冠的企业部门杠杆率为例。不少学者指出间接融资为主的金融结构是导致我国企业部门杠杆率畸高的重要原因。但与英国、美国、日本和德国比较发现，融资结构恐怕还不是主因。一般认为英国和美国是以市场为主导的金融体系，而日本和德国是以银行为主导的金融体系，接下来的推论就是，日本和德国企业的杠杆率高而英国和美国企业的杠杆率低。但实际情况并非如此。截至2017年底，德国企业部门杠杆率仅为54.4%，而英国、美国却分别为83.8%与73.5%。再进一步，如果以企业债务占实体经济部门总债务的比重来看，日本、德国、英国和美国基本是在30%的水平上。相比而言，2017年中国企业债务占比为65%（2018年为63%），是发达经济体的两倍多。如果将部分国有企业债务（主要是融资平台债务）归到政府部门，则我国企业杠杆率和发达经济体的企业杠杆率就基本持平了，并不“反

常”。可见，我国企业杠杆率高关键并不在融资结构，问题出在体制上。第一，央行的货币政策缺乏独立性和约束性。德国不仅企业部门杠杆率低，总杠杆率也低。2017年，德国实体部门杠杆率仅为177%，而美国、英国与日本分别高达253%、283%和373%。德国总杠杆率远低于美国、英国与日本，原因可能是多方面的，但一个非常重要的因素在于德国实行反凯恩斯主义的宏观政策，即所谓奥尔多自由主义，严格奉行规则导向、反通胀，而不是凯恩斯主义的货币扩张。相反，我国货币政策独立性还不强，央行政策是相机抉择，比较难于管住信贷闸门，而这是高杠杆的源头。第二，政府与企业之间剪不断理还乱的关系。国有企业与地方政府缺乏预算硬约束，再加上中央政府的兜底（隐性担保），从而导致国有企业和地方政府“不负责任”地铺摊子。第三，缺乏有效的破产机制。OECD（经合组织）最新的研究表明，破产机制有利于减少沉淀在僵尸企业中的资本存量。而在中国，大量僵尸国有企业的存在，原因就在于破产机制还不健全。

客观地说，国有企业的“结构性优势”、地方政府的发展责任与软预算约束，以及金融机构的体制性偏好，这三者的相互配合和加强，尤其是其中所体现的政府主导、政府意志和战略安排，曾经是中国经济快速增长的重要法宝。但必须清醒地看到，这同样也是当前杠杆率攀升与风险积累的体制根源。

三、“稳中求进”应对债务灰犀牛

自2015年中央提出降杠杆目标以来，对于高杠杆的成因以及去杠杆的方案，可以列出一份长长的清单。现在的问题不在于方案少而是方案过多。怎样在这些貌似都非常正确的方案中抓住主要矛盾，找到关键抓手，从而有针对性地、高效地解决问题，是政策当局所面临的严峻考验。我们强调高杠杆率形成的体制原因，就是为应对杠杆率攀升找到实际的抓手，因为有效抑制债务的快速积累必须从体制改革入手。

不过，改革、发展、稳定需要统筹考虑。我们既需要推进体制改革，从而在源头上解决问题，又需要宏观稳定来创造改革的大环境。当前面临着内外部冲击，以及下行压力加大、增长前景不确定性的挑战，更需要在稳杠杆与稳增长之间取得平衡。因此，就应对债务灰犀牛而言，要坚持“稳中求进”总基调，不可操之过急。

（一）“稳”字当头，强调的是稳杠杆

稳杠杆才能稳住总需求。2019年仍面临诸多不确定性，稳增长是重要政策目标。相应的，稳杠杆就非常有必要，因为稳住总杠杆才可能稳住总需求。中央提出结构性去杠杆和稳杠杆，一个基本要求就是实体经济总杠杆率要保持稳定。与此同时，将去杠杆的重点放在国有企业与地方政府。于是，企业部门与政府部门的杠杆率都是处在严控的范围，最好是只降不升，结果就只有通过居民部门杠杆率上升来维持总杠杆率的相对稳定。2018年的杠杆率数据就是很好的印证：非金融企业部门杠杆率比2017年下降了4.6个百分点；政府部门杠杆率微升0.5个百分点，而居民部门杠杆率则比2017年升了3.8个百分点。

稳杠杆需要在政策上做出调整。也就是说，不能再仅仅由居民部门来支撑杠杆率“不倒”，政府部门也需要发力。这不仅是因为居民部门杠杆率已经偏高且增速过快，风险在上升，还因为政府部门加杠杆有能力、有必要。目前中央政府的杠杆率非常低，2018年仅为16.5%，具有很大的政策空间，并且中央政府信用高，发债成本低（远低于一些融资平台的成本）。因此，中央政府要加杠杆。对地方政府而言，也要提高一般债务限额与专项债务限额，这不仅是用于弥补当年的财政收支缺口，还要将原来的部门隐性债务（已经划归企业部门的融资平台债务）通过债务置换等方式将其“阳光化”、显性化，毕竟很多融资平台债务支持的都是公益性与准公益性项目，本属于政府职责范围。同时，地方隐性债务显性化也有利于监管与风险处置。因为如果是隐性的，职责权限不清，处在灰色地带，往往会产生道德风险甚至滋生腐败，不利于风险管理。

稳杠杆需要把握好监管政策。特别是要接受2018年的教训，不能多部门政策叠加，要防止出现处置风险的风险。由此来看金融监管，恐怕要把稳增长放在重要位置，充分考虑政策发布的时机和节奏，正确看待影子银行在正规金融体系之外的有益补充作用。

（二）突出“进”字，强调供给侧结构性改革

包括两方面内容，即一般性供给侧结构性改革和金融供给侧结构性改革。

一般性供给侧结构性改革针对的是体制上的“大毛病”“总毛病”，主

要有三点：第一，稳步推进破产重组，让市场清理机制发挥“强制性”作用。这包括推进国有企业的破产重组和清理僵尸企业。同时，对债务问题较为严重的地方政府进行债务重整，形成较强的外部压力。在此过程中，要有其他保障性政策形成配套，减少破产重组带来的社会震荡。第二，硬化国有企业与地方政府的预算约束，破除政府兜底的幻觉。无论是国有企业还是地方政府，核心是要在现代企业制度及现代治理框架下建立起规范的行为模式和激励约束机制，弱化扩张或赶超冲动，打破刚性兑付、破除隐性担保，硬化预算约束。国企或地方政府不能在去杠杆过程中享受“特别照顾”，或以种种理由请求“豁免”。事实上，只有市场经济规则的硬约束以及中央政府兜底幻觉的消除，才能够真正地让市场在去杠杆过程中发挥决定性作用。第三，突出竞争中性，纠正金融体系的体制性偏好。金融体系的体制性偏好，恰恰反映出它是风险规避的。正是认识到给国有企业或地方政府融资，一定会获得政府担保的“加持”，在信贷投放过程中才会产生歧视和偏向。未来看，必须突出竞争中性，即无论什么性质的企业，它在获得金融信贷方面待遇应该是平等的。最终的平等尽管难以做到（这与企业的规模等因素有关），但至少在法律法规上要建立这样的平等意识。中办国办发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》就是在努力纠正金融体系的体制偏好。

金融供给侧结构性改革针对的是局部的，主要是金融领域的问题，涉及五个方面：第一，有利于杠杆率的优化配置。金融供给侧结构性改革强调金融机构对中小微企业的服务，适当增加对中小微企业的信贷服务力度。在控制国企和地方政府杠杆的同时，对民营企业和中小微企业适度加杠杆，有利于优化杠杆率的配置，实现结构性去杠杆目标。第二，降低债务融资占比。金融供给侧结构性改革的一项重要工作是大力发展多层级的资本市场结构，提高直接融资占比。目前直接融资整体规模有限且结构较为单一，发展直接融资有利于缓解由于清理影子银行所造成的金融供给缺口，提高股权融资比例，加强市场在金融资源配置中的作用，降低债务融资比，有利于抑制杠杆率的攀升，稳定宏观杠杆率。第三，促进实体经济融资成本下降。金融供给侧结构性改革的一项重要任务是金融行业自身的结构优化，降低由于各类套利所产生的无效产能。产能出清有利于降低金融业增加值占比，使实体经济融资成本下降，缓解整个经济体的还本付息负担，缓解杠杆攀升压力。第四，增强金融体系稳定性。杠杆的最大风险在于其面临违约时所产生的冲击及传染效应，因此采用大数据和其他金融科技手段将有利于更有效地控制与降低违约风险和金融传染。在相同的宏观杠杆率水平下，宏观金融稳定

性更强。第五，有利于经济持续稳定增长。金融供给侧结构性改革的最终目的是让金融更好地服务实体经济，推动经济的持续稳定增长。这将使得宏观杠杆率的分母即GDP维持一个相对较快增速，从而带来杠杆率的稳定甚至下降。

---

[1] 张晓晶，中国经济50人论坛成员，中国社会科学院经济研究所副所长、国家资产负债表研究中心主任。

把地方政府债务关进制度笼子：结合日本经验的探讨

李扬[1]

2018年以来，随着外部环境日趋严峻复杂，增长下行压力进一步增大，我国的经济形势稳中有变、变中有忧。实体经济领域的变化折射在金融领域，便是金融风险进入多发、频发期，且有系统化蔓延的趋势。其中，地方政府债务问题尤为突出，并被国内外研究者视为中国债务问题中的最大隐患。

我们认为，中国地方政府债务问题本质上是一种体制现象。一方面，它反映了地方政府积极作为，在中国社会主义市场经济发展进程中具有不可或缺的重要作用，因而成为中国经济增长奇迹的重要秘诀之一。另一方面，它反映了中央和地方财政关系存在扭曲的现象，集中体现了地方政府的事权和财权严重不相匹配的事实。

因此，为了打好防范和化解金融风险的攻坚战，我们必须认真研究中国的国情，同时借鉴其他国家的成功经验，完善体制机制，将地方政府的债务“关进制度的笼子里”。从2018年开始，我们就对国外地方政府债务管理的体制机制进行了系统研究。通过比较，我们认为日本在21世纪以来的地方政府债务管理经验和制度安排，值得我们借鉴。

一、地方政府债务是体制现象

地方政府积极发挥作用以及地方政府之间展开竞争，是迄今为止“中国经济增长的秘诀之一”。可以说，地方政府积极作为，则经济增长迅速。地方政府懒政、怠政，则经济增长迟缓。这是被七十年中国经济发展史反复证明的事实。

根本的原因在于，中国的各级地方政府不仅扮演着对地方经济发展“积极干预者”的角色，而且扮演着准公司的角色。一方面，它们通过调控土地价格、变相减免税费、政府信誉担保等方式，影响、干预和引

导辖区内经济主体的投资行为，吸引区外投资，间接实现其发展本地经济的目的。另一方面，它们又直接出资设立企业或诸如城市建设投资公司等投资平台，参股金融机构，进行地方企业建设、城市基础设施建设和房地产开发，直接参与地方经济建设。

应当看到，新中国成立七十年来，中国基本上都处在工业化和城镇化的过程之中。客观地说，围绕工业化和城镇化所发生的投资和各类经济活动主要发生在地方层面。然而，中国的资金，无论是财政资金还是金融资金，大都集中在中央。地方政府严重缺乏资金来源，这使得它们在财政上严重依赖上级政府（特别是中央政府）的转移支付，在金融上则严重依赖各类金融机构和各类融资平台。

最近，习近平总书记在论及金融供给侧结构性改革时，再次谈到了要“发挥投资的关键性作用”问题，而在这篇重要讲话中，他列举的一系列需要重点关注的投资项目中，除了制造业技术改造和设备更新，5G的商用化，人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设之外，其他类如“加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设”，都需要公共投资。而这些投资的大部分，依然集中于地方政府层面。这就使得解决地方政府融资问题，更有了一层应对经济下行的意义。

分析历史，我们看到，中国地方政府债务问题自1979年开始出现。从一开始，它就同地方政府广泛兴办企业、投资地方基础设施、直接从事投资活动，以及配合国家宏观调控等行为密切相关。但是，在不同时期，随着国家整体经济管理特别是中央和地方政府间财政关系的不断调整，地方政府为上述活动筹资的主要渠道和方式是有所变化的。1994年税改之前，地方政府吸引资金、发展本地经济的主要措施是滥施税收优惠。1994年税改之后，其施惠和筹资的重点转到“摆布”各类费用上。20世纪90年代末期土地使用制度改革之后，用各种方式收取土地出让金，逐渐成为地方政府筹措发展资金的主渠道。2008年以来，在上述手段均不再奏效之后，地方政府看中了融资平台。如今，这条渠道虽受到约束，但依然可以说是方兴未艾。更值得注意的是，每当经济形势发生不利变化，需要采取“逆周期”宏观调控措施时，地方政府总是首当其冲。在高达数十万亿的地方政府债务存量中，大约有40%是配合国家宏观调控政策而被动产生的。

简言之，从体制上说，地方政府的债务问题，体现的是广大地方政府的事权和财权严重不匹配的体制扭曲。问题恰恰在于，我们并没有充

分认识到地方政府积极行为的必然性和重要性。迄今为止，地方政府的负债行为，多被从负面认识。2015年以来针对地方政府债务采取的措施，多属“不得已而为之”。我们并没有充分认识到，从体制和机制上为地方政府融资和债务提供法律保障，已经关系到社会主义市场经济运行的制度安排。

我们以为，解决地方政府债务问题的根本出路，在于为其提供一套稳定的制度安排，即将地方政府债务关进制度的笼子中。它包括相互关联的三个环节：第一，实事求是地确认并科学厘定地方政府所应承担的事权；第二，实事求是地为其完成这些事权提供稳定、透明、可持续的资金支持；第三，将上述安排用法律的形式予以确定，并严格执行。

二、管理地方政府债务：日本三十年来的经验

日本解决地方政府债务问题的一系列举措，值得我们学习、借鉴。

20世纪90年代房地产泡沫破灭之后，日本经济陷入长期萧条，人们习惯将之称为“失去的30年”。经济的长期萧条，使得日本的私人部门——企业和居民——支出严重不足，从而积累了大量的不用于投资的储蓄。众所周知，私人部门的储蓄形成国民经济循环的“漏出”，这些“漏出”若不能重新注入经济循环之流，国民经济增长便会陷入长期低迷甚至萎缩。

面对这种状况，日本各级政府采取了以扩大政府投资为主要内容的“积极的”财政政策，其主要特点就是：包括中央及地方在内的各级政府，长期、持续、大规模地安排公共投资，并通过发行政府债务的方式从居民手中吸收储蓄，提供资金支持。这就形成了20余年来日本经济特有的一种宏观平衡格局：一方面，政府财政赤字日益增大，使政府债务不断增长，另一方面，居民和企业等私人部门长期保持着较高的储蓄率，并主要以投资政府债券的方式来保有这些储蓄。图2.4展示了20世纪90年代以来日本中央和地方政府的债务情况。

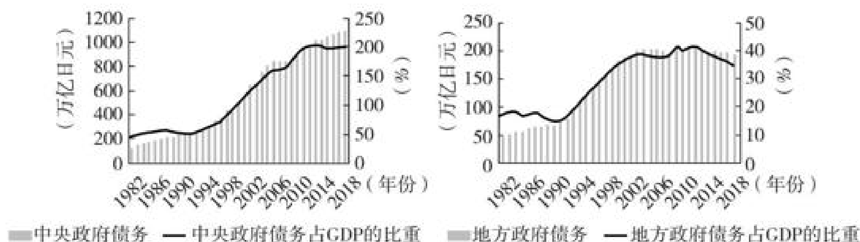


图**2.4** 日本中央和地方政府债务及其占**GDP**比重

众所周知，不管实行何种体制，地方政府课税和收费的手段都是有限的。而且，由于地方政府不拥有货币发行权，其债务规模的增长更受到较强的预算约束（包括债务上限的约束）。这一约束一旦被突破，便会导致政府财务危机，在极端情况下，则会造成地方政府破产。由于20世纪90年代以来地方政府为振兴本地经济、扩大投资并竞相借款，这种极端情况在21世纪初的日本果然就发生了。为了避免发生更大的危机，经过长期的讨论和充分的准备，日本于2009年4月颁布实行了《地方政府财政健全化法》，旨在严密监控地方政府财政健康状况并制度化地处理地方财政危机。该法的主要内容有三点：第一，地方政府财政指标的设定；第二，地方政府财务状况的划分；第三，不同财务状况下可采取的相关措施。此法颁行后，来势汹汹的地方政府债务危机被遏制，并逐渐走上可控轨道。得益于“把债务关进制度的笼子”，日本的中央政府和地方政府均已度过债务风险的高峰期，其杠杆率自2015年起逐年下降。

在《地方政府财政健全化法》的框架内，日本地方政府筹集债务资金的来源是多样化的，但主要是四个来源：中央政府的财政融资资金、地方公共团体金融机构资金、市场公募资金、银行等金融机构承兑资金。

中央政府的财政融资资金是指财务省在财政融资资金特别账目中发行国债代为地方政府筹资。2018年该项资金占地方政府融资来源的24.1%。地方公共团体金融机构是由地方政府共同出资设立的金融机构，它在市场上发行机构债进行融资，并将资金贷给地方政府。2018年该项资金占地方政府融资来源的15.3%。市场公募资金是指地方政府直接向市场发行债券进行融资，2018年占比为32.8%。银行等金融机构承兑资金，是指地方政府从指定金融机构进行借款，2018年占比27.8%。2018年日本地方政府融资结构可见图2.5。

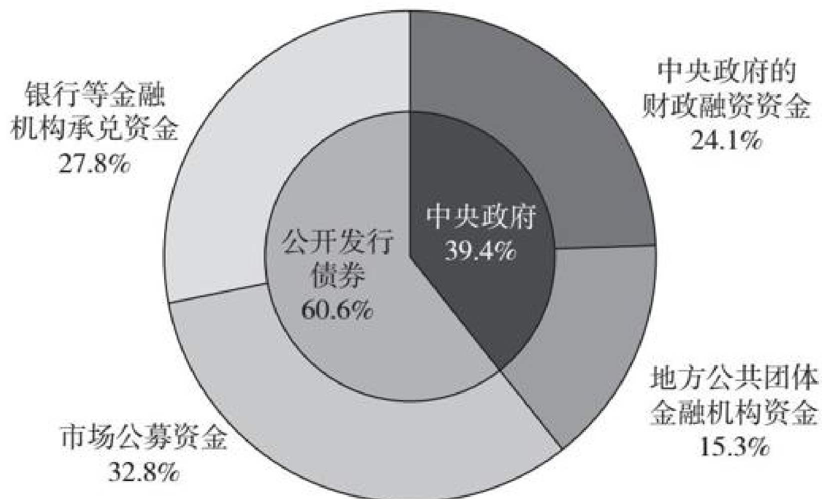


图2.5 2018年日本地方政府融资结构

值得注意的是，与所有发达经济体不同，在日本地方政府债务融资的来源中，间接融资发挥了主导性作用。这一特征的表现有两点：第一，银行等金融机构以承兑的方式直接为地方政府融资；第二，更具开创性的是，在日本，为了方便地方政府融资，专门成立了一家独特的机构——地方公共团体金融机构。地方公共团体金融机构是由地方政府共同出资所有，专门为地方政府提供长期廉价融资的金融机构，其金融属性与银行类似。在负债方（资金来源），它通过向市场发行债券筹集资金。在资产方（资金使用），它则向地方政府提供贷款。地方公共团体金融机构的运作模式如图2.6所示。

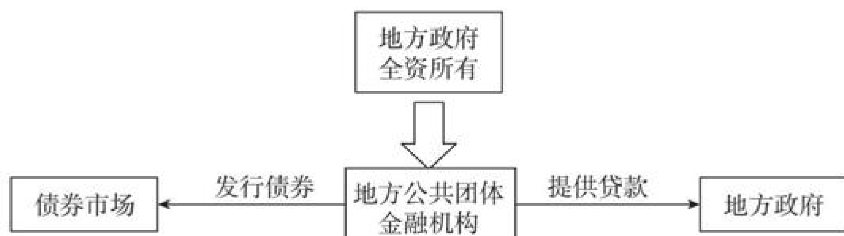


图2.6 地方公共团体金融机构的运作模式

三、日本的经验值得借鉴

我们认为，日本地方政府的融资安排非常值得中国借鉴，有五个原因：第一，我国经济目前面临的局面与20世纪90年代的日本十分相似，即广大企业信心不振，从而导致国内需求严重不足，同时私人部门保有很高的储蓄率。第二，中日两国政府遇到的问题也相似，即鉴于私人部门需求不足，必须由中央和地方等公共部门出面进行大规模公共投资，以弥合需求缺口。第三，在历史上，地方政府的赤字即赤字融资一直受到限制。一旦为了调控经济，需要地方政府积极作为时，在一段时期内，都存在地方政府融资规模迅速增大且难以控制的问题。第四，与欧美发达经济体不同，我国和日本都属于单一制的国体，因而可以从国家总体出发，而不是依赖高度分权的多级政府结构“各自为战”，寻求解决方案。第五，同样与欧美发达经济体不同，我国和日本的金融体系都以间接融资为主，这决定了几乎所有的金融安排，特别是环绕政府的融资安排都离不开银行的积极作用。

在地方政府融资制度方面，中国可以向日本学习三点。

第一，从法律框架上说，中国属于单一制政府，地方政府接受中央政府领导，中央政府自然也对地方政府的债务负有担保和最终清偿责任。因此，我们不可能像欧美国家那样，建立基于各级地方政府高度自治的分层次制度结构，而应当借鉴日本的经验，建立一套全国统一的系统，由中央政府统一规范、统一政策、统一组织，并施以统一监管。在这个总体安排下，根据情况，给予地方政府一定的自主权。

第二，我国的金融体系以银行间接融资为主，因此，我们不可能离开银行及各类金融机构来安排地方政府的债务融资。虽然，在2017年底，我国地方政府债务名义上已经没有了来自银行的资金支持（图2.7）。但是，“撩开面纱”即可看到，地方政府债务的86%实际上还是由各类金融机构持有，远高于日本的水平。但问题在于，银行等金融机构为地方政府融资存在着制度性障碍，只能“绕道而行”，这就使得地方政府融资平台大行其道，而且，这些融资平台几乎都是借道银行为地方政府融资。这是一种效率极低、极不透明、蕴含大量风险的“掩耳盗铃”式的制度安排。我们应当借鉴日本经验，“撩起面纱”，在制度上明确规定银行等金融机构可以为地方政府融资。同时，借助银行严格的风险管理的框架，对地方政府债务实施严格监管。

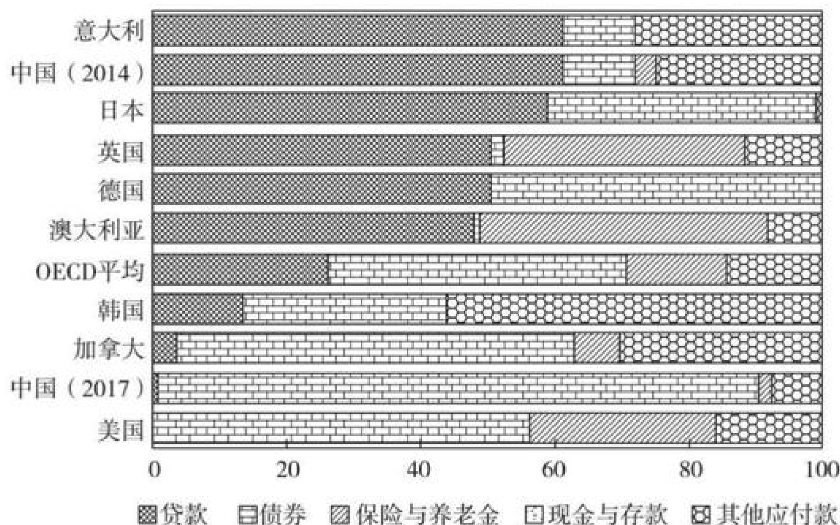


图2.7 若干国家地方政府债务的融资结构

第三，可以成立一个类似日本地方公共团体金融机构的、专业化的、政策性的金融机构，专事为地方政府融资。在这种制度安排下，我们可以借鉴日本的经验，通过公开透明的融资机制，对地方政府债务实施科学管理。也可以通过改造若干现存机构或赋予现存机构新职能的方式，来落实这一制度安排。

设置这种机构具有三方面优势。

首先，促进地方政府债务融资的多元化。地方政府融资银行可为地方政府提供长期稳定廉价的资金，提高地方政府融资资金的可得性和可负担性。同时也为债券市场提供由中央政府信用背书的长久期债券，从而也有深化资本市场的作用。

其次，新设立的金融机构通过发行机构债进行融资，并向地方政府提供相对长期的贷款，以此来实现期限匹配。这样就有效地解决了金融体系内严重存在的资产负债表匹配失衡问题，从而大大降低我国金融体系的系统性金融风险。

最后，用机构债替代部分地方政府债，有更强的市场吸引力。无论地方政府融资银行是由中央政府出资，还是由地方政府出资抑或是由中央政府与地方政府共同出资，它们事实上都是由政府背书的，这无疑降低了地方政府债务的风险。

[1] 李扬，中国经济50人论坛成员，国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院学部委员。

中国股票市场的五个不足

李波[1]

习近平主席在2015年接受《华尔街日报》书面专访时提出“发展资本市场是中国的改革方向”。党的十九大报告明确提出“提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。2019年2月22日，习近平总书记在主持中共中央政治局集体学习时强调“要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管”。股票市场是资本市场的重要组成部分，关系到优化融资结构、降低企业杠杆率、支持创新型企业、维护金融稳定等多项改革发展措施的成败，必须花大力气发展好。

2019年1月，国际清算银行全球金融体系委员会发布研究报告《构建有活力的资本市场》。该报告由中国人民银行和印度央行联合牵头、16家央行参与完成，对主要国家发展资本市场的经验和教训进行了总结，分析了资本市场八个方面的驱动因素，提出了六个方面的政策建议。参考这一研究报告，对照国际上比较成熟的股票市场，目前我国股票市场仍然存在五个方面的不足。

第一，市场自治不足。过去40年全球金融市场自治不断深化，但相较于发达经济体，新兴市场特别是发展中经济体的金融压抑（政府不当干预）仍然较多（见图2.8，左图），例如对IPO（首次公开募股）发行的“父爱主义”管制等，相应的金融扭曲也比较多。比较来看，中国的金融压抑程度不仅高于发达经济体，也高于很多发展中经济体。相关学者根据世界银行数据测算的金融压抑指数表明，近30年来中国的金融压抑指数有较为明显的下降，这说明金融体系的市场化进程一直在推进，但在2015年有数据的130个国家中，中国的金融压抑指数仍然排在第14位（表明政府不当干预较多），明显高于其他中等收入国家甚至低收入国家的平均水平（见图2.8，右图）。

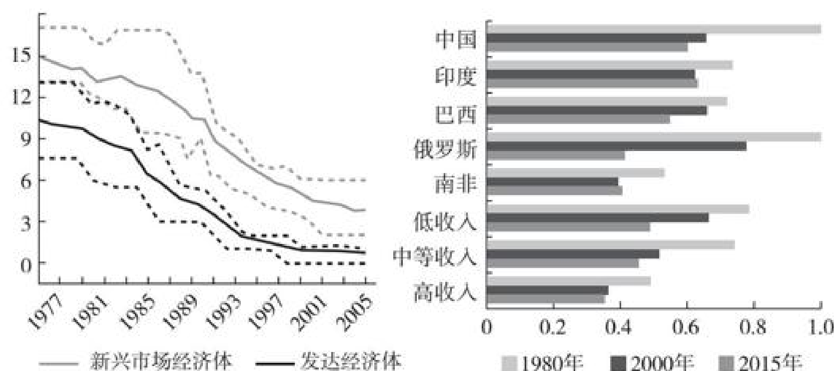


图2.8 金融压抑指数

第二，投资者保护不足。从国际上看，对资本市场（尤其是股票市场）投资者的保护主要通过两个渠道：司法救济和监管措施。中国股票市场投资者的司法救济明显不足，许多中小投资者在权益受到损害后，面对烦琐和昂贵的诉讼程序，往往难以通过诉讼维权，而诉讼成功的案例则更少。同时，证券监管存在错位，侧重管控IPO的数量、节奏和定价，而对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等伤害投资者（尤其是中小投资者）行为的监管和打击力度不足。根据世界经济论坛对主要经济体的证券监管评分（2008—2018年均值），中国的证券监管得分较低（在33个主要经济体中排在第29位），国内股票市场规模（股市市值与GDP的比值）也比较小（相对于GDP规模而言，中国股市的规模在33个主要经济体中排在第25位，属于股市规模较小的国家之一）。图2.9显示的是股票市场规模与证券监管有效性之间的关系。

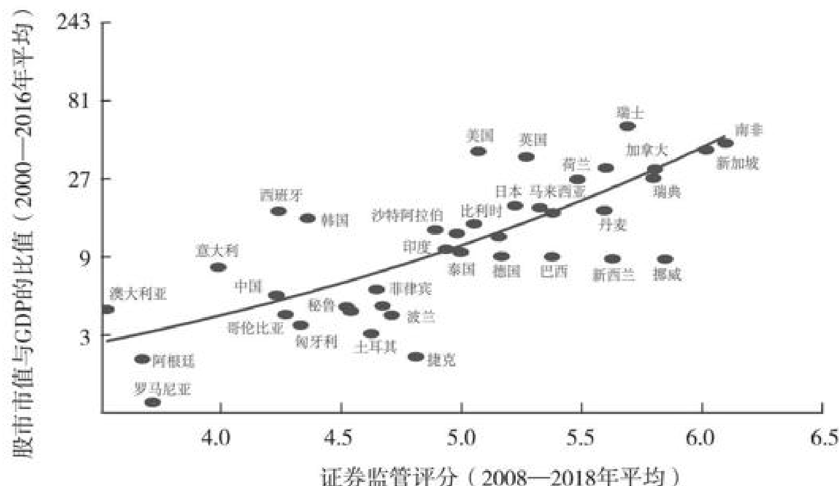


图2.9 证券监管评分与股票市场规模

第三，长期稳定的机构投资者占比不足。资本市场发展与机构投资者深度密切相关（见图2.10a）。养老基金、保险公司和部分共同基金的投资期限长、杠杆率低，可以为资本市场发展提供长期有效的资金，而且这些机构投资者通常具有更高的信息披露标准，有利于减少信息不对称、加强投资者保护。许多资本市场规模较大（相对于GDP）的经济体（包括美国、英国、智利、南非等），都有相当规模且较为成熟的养老基金、保险公司或共同基金等机构投资者，且这些机构提供的产品（包括年金、人寿险、基金产品等）大多与养老保障有关。中国股市的投资者中散户占比较高，且普遍投机心理较重，一部分机构投资者也以短线炒作为主，价值投资式的长期持股不多。虽然近年来我国机构投资者队伍有所壮大，但是相比大部分主要经济体，我国养老基金等长期投资者持有的资产规模明显偏小（相对于GDP规模，中国机构投资者持有资产规模在22个主要经济体中排第18位），中国资本市场（尤其是股票市场）规模（相对于GDP）不仅小于美国、英国等发达经济体，也小于智利、马来西亚等部分新兴市场经济体（见图2.10b）。

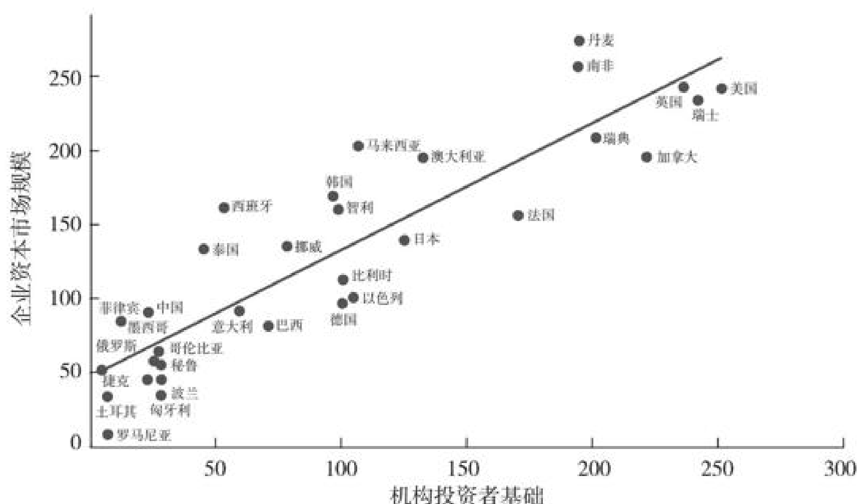


图2.10a 企业资本市场规模和机构投资者基础

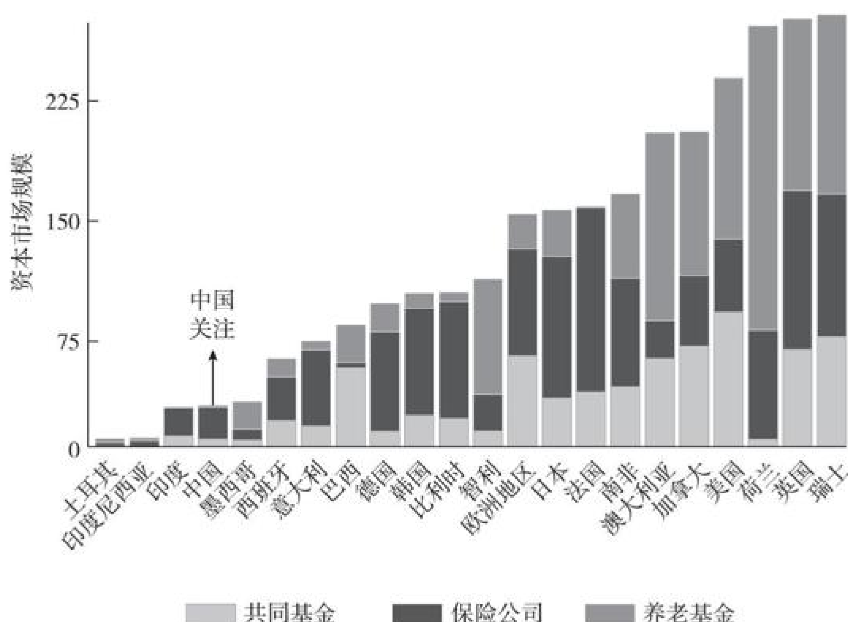


图2.10b 机构投资者持有资产总额（与GDP比值，%）

第四，对外开放不足。研究表明，一国资本市场的双向开放可以为该国带来诸多好处，包括降低融资成本、提升国内市场流动性和深度、促进国际最佳实践和标准的实施等。全球金融体系委员会针对资本市场的调查问卷结果显示，大约四分之三的受访机构认为，外国投资者和募

资企业的增加将显著改善国内资本市场的融资成本、流动性、发行量和发行期限。同时，相关学者的研究也表明，允许国内投资者、募资企业、证券机构“走出去”可以显著促进国内市场与国际市场在规则、标准和效率方面的良性竞争和优化趋同。与发达经济体相比，新兴经济体资本市场的对外开放程度明显不足。例如，与外国投资者持有的股票和投资基金占比（中值）相比，新兴经济体低了约20个百分点（见图2.11）。近年来，中国股票市场对外开放取得了一些进步，主要体现在二级市场引进境外合格机构投资者方面，但与发达经济体和主要新兴市场经济体相比还有明显差距，而且在我国股票市场投资者“走出去”和一级市场双向开放方面还存在明显不足。

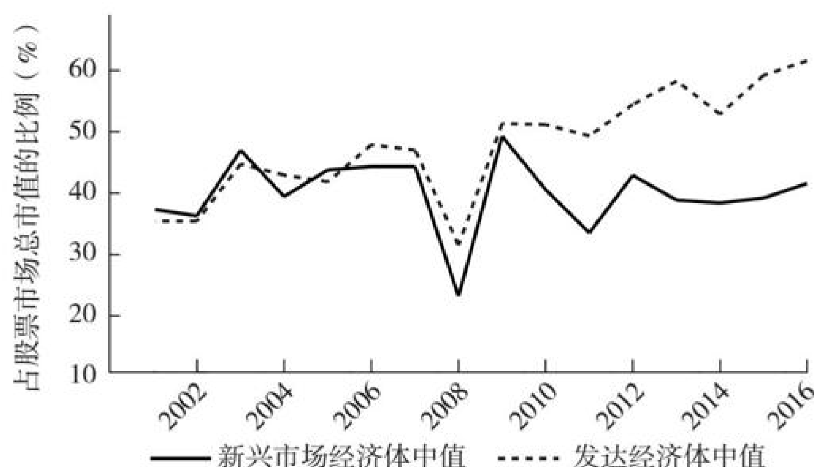


图**2.11** 非居民持有的股票和投资基金比例

第五，区域性股票市场发展不足。目前中国的股票市场结构层次较为单一，主要依靠上海和深圳两个主板市场为大中型企业提供上市融资服务，区域性股权交易市场的发展滞后。虽然近年来初步建成了一些区域性股权交易市场，但普遍存在管制过严、流动性匮乏、交易规模小且效率低等问题。中国规模巨大，不少省区的面积、人口和经济体量都相当于一个中等规模国家甚至一个大国，各地直接融资需求旺盛，因此需要有一些区域性资本市场（尤其是区域性股票交易市场）来满足更多直接融资的需求，且地区之间适度的规则竞争也有助于促进规则优化和市场发展。

针对上述五个方面的不足，我们对中国股票市场改革发展提出六点

建议。

第一，减少行政干预，给予市场充分的自治空间。对政府职能要有清晰的定位，哪些该管、哪些不该管。该管的要管好，不该管的要放手。如果定位出现差错，就容易干预过多，形成金融压抑和市场扭曲。证券监管的核心是确保及时、准确、完整的信息披露，而不是通过维护股指虚高或控制IPO数量来保护投资者，应尽快全面引入以信息披露为核心的股票发行注册制改革。同时，对于违反信息披露规定的主体要加大打击力度，包括投资者诉讼和监管打击。

第二，借鉴“集团诉讼”机制，扩大投资者司法救济渠道。司法救济是加强投资者保护的重要渠道。可以借鉴美国的集团诉讼（代表人诉讼）制度，进一步扩大我国司法救济的可得性和便捷性。涉及股票市场的案件可能有成千上万的受害人，但按照集团诉讼（代表人诉讼）机制，只需要一个或几个代表提起诉讼并出庭，其他人不用出场，也不用以任何形式参与，甚至不用知道案件的存在，即适用“明示退出”（而不是“明示加入”）规则，最终判决结果自动适用于所有受害人。由于诉讼成本由所有受害人分担，损害赔偿总金额又常常因为受害人众多而巨大，这一机制有助于解决“维权难、告赢更难”的问题，扩大司法救济渠道，降低投资者维权成本，同时有利于提高违法违规成本，加大对股票市场违法违规行为的震慑。

第三，增强监管独立性，增加监管资源并提高监管执行力。证券监管部门缺乏独立性，容易面临各方面利益掣肘和牵制，导致监管部门目标多元化，引发过多的行政干预和市场扭曲。要推动证券监管回归本源，就需要提升监管部门独立性，给予监管部门充分授权。除每年定期向国务院汇报工作外，应允许证券监管部门在建立治理机制的基础上独立决策证券执法问题，不断探索完善符合股票市场特性的监管机制，这样才能保障其依法做出合理的监管决策。同时，还要给予证券监管部门充足的人力和其他资源来履行相关职责，提高监管执行力。比如，监管部门要有充足的符合职业素养要求的执法人员，这样才能保证其及时有效地查处虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规行为。

第四，大力推进养老保障体制改革，培养长期稳定、有深度的机构投资者。要推动我国的养老保障第一支柱（强制性养老金）实现三个转变，即从现收现付转向预筹积累、从受益基准转向供款基准、从名义个人账户转向做实个人账户，同时大力推动养老保障第二支柱（企业年金）和第三支柱（自愿型个人养老储蓄）的发展。要充分调动地方政府

的积极性，允许各省先行先试、摸索经验、适度竞争、优化趋同。各省在转向预筹积累和做实个人账户的过程中，可以确定一批有资质的资产管理机构（养老金管理机构、基金管理公司或保险公司）以及合格的投资产品（包括合格的股票型基金和债券型基金）清单，由居民个人从中选择中意的机构和合格的产品来管理自己的养老金，逐渐将这些资产管理机构培育成为资本市场（包括股票市场）重要的机构投资者和稳定力量。

第五，推动股票市场全方位、双向开放。推动股票市场全面开放，不仅有利于培育多元化投资者和募资企业基础，同时有利于形成一个境内外市场良性竞争、共同发展的格局，推动国内规则与国际先进规则的有效接轨。股票市场开放应该是双向的，不仅包括“引进来”，还要允许“走出去”。不仅要推动二级市场开放，还要开放一级市场（包括IPO市场）。还需注意的是，股票市场开放不仅要消除境外投资者和募资企业的直接投融资障碍，还需要降低其对我国法律、监管、税收和市场环境不确定性的担忧。

第六，发展区域性股票市场，允许地区间适度竞争、优化趋同。可以选择几个地方试点建设真正市场化运作的区域性股票市场，比如说北方股票交易所、中部股票交易所、西部股票交易所。在这些市场建立之初就实施更加关注信息披露的股票发行注册制，同时允许这些市场在规则制定方面适度竞争、优化趋同。

---

[1] 李波，中国经济50人论坛成员，中华全国归国华侨联合会副主席。

以金融创新支持经济创新

黄益平[1]

近年来，关于“金融不支持实体经济”和“民营企业融资难、融资贵”的抱怨一直非常强烈。更令人困惑的是，政府几乎每年都会出台一些具体的举措解决这些问题，但似乎没有产生显著的效果。这些现象起码显示出了三个方面的问题：第一，为什么近期经济对金融服务的满意度下降了，是金融恶化还是经济发生了改变？第二，为什么政府出台的这些政策都没有见效？第三，如果要从根本上扭转局面，需要采取什么举措？本文试图对这三个问题提供简洁的回答。

要回答这些问题，首先需要从40年前中国开始的金融改革说起。1978年底党的十一届三中全会召开的时候，中国只有一个金融机构——中国人民银行，不过当时的中国人民银行既是中央银行，又是商业银行，这一家金融机构就占到全国金融资产的93%。在计划经济年代，对金融中介的需求非常少，资金都是通过国家计划调配的。但工作重心从阶级斗争转向经济建设后，金融中介的重要性就提高了。中国四十年改革开放的历程实际也是金融业改革与发展的过程。

今天中国金融体系已经十分庞大。首先，从机构看，种类繁多、数量巨大，监管部门、政策性银行、商业银行、证券公司、保险公司、信托公司，几乎应有尽有。四大国有商业银行都已经进入全球最大银行的行列。其次，金融资产的规模十分庞大，广义货币供应量（M2）与GDP之比接近210%，虽然2019年略有回落，但仍然居世界第三位，仅次于黎巴嫩与日本。最后，中国的股市与债市相对不发达，但它们各自的市值已经分别在全球排到第二位和第三位。在整个金融市场体系中，发展明显滞后的主要就是衍生品市场。

与各国的金融体系相比，中国的这个金融体系有两个突出的特点：第一，银行在金融总资产中的占比非常高；第二，金融抑制的程度非常高。在图2.12中，纵轴是金融抑制指数，反映政府对金融体系干预的程度，横轴反映银行在金融资产中的比重。学术讨论通常将金融体系分为市场主导与银行主导两类，英国和美国的金融资产中银行的比例相对较

低，而日本和德国的金融资产中银行的比例就比较高。所以在图中，日本和德国位于美国的右方。金融抑制程度最低的是新加坡，位于图的最下方。而中国则位于图的右上角，说明不但银行占比高，政府干预也重。实际上，在2015年有金融抑制数据的130个国家（或地区）中，中国的金融抑制程度排在第14位。

这种金融体系有一些突出的特点；它非常适合支持大企业，不擅长服务小企业；适合支持制造业，不擅长支持服务业；适合支持粗放式扩张，不擅长服务创新型增长。原因就在于商业银行做风控，通常就是看财务报表、抵押资产和国家担保，制造业、大企业就会占优势。而粗放式的扩张，大多是简单的生产规模翻倍，不确定性小很多，融资决策容易得多。可能就是因为这些原因，虽然这种金融体系有一些明显的缺陷，比如政府干预金融体系运作，很可能降低资金配置效率甚至遏制金融发展水平。但总体来看，在过去几十年，它没有妨碍中国实现快速经济增长并保持基本的金融稳定。换句话说，从过去的实践看，这个体系不完美，但十分有效。

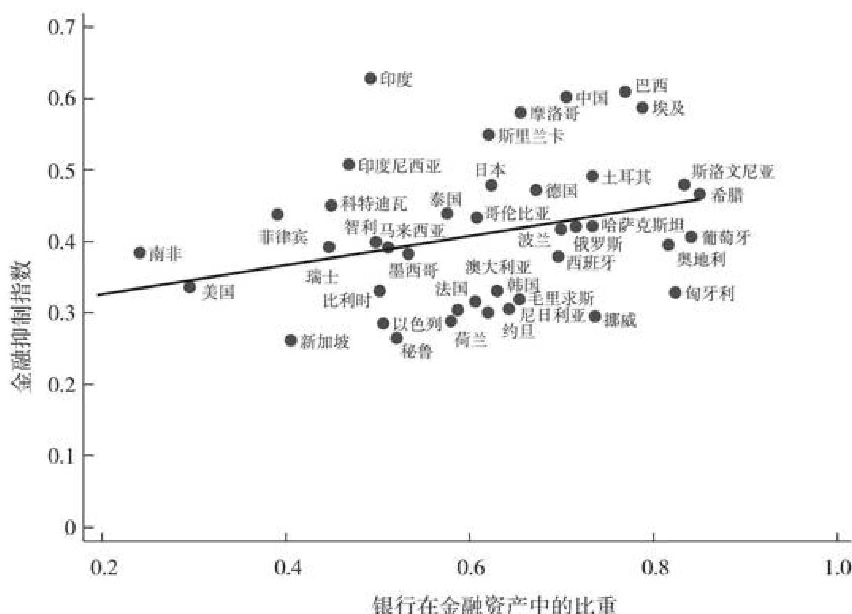


图**2.12** 中国金融体系的国际比较

那么为什么最近这个体系又不工作了呢？一个根本性的变化是中国经济发展进入了新的阶段，过去依靠几乎无限的劳动力供给和低成本优

势大力发展出口导向的低端制造业，但在经过多年的快速发展之后，低成本优势已经不复存在，比如中国的人均GDP已经从2007年的3 000美元上升到2018年的10 000美元。这个变化实际就是所谓的“中等收入陷阱”的挑战，要保持可持续增长，经济就必须转型，从要素型增长转向创新型增长。创新型增长的一个重要特征是小微企业、民营企业要发挥更大的作用，服务业的比重会越来越高。但这些，恰恰是中国的金融体系不太擅长的业务。所以，今天所面对的挑战其实是经济需要转型，而金融还没有准备好。从这个意义上看，把板子打在金融并没有错，但金融为什么没有转型，原因却很复杂，起码不能简单地归因为金融体系的贪婪或者不作为。

其实中国的金融体系内生存在一些对民营企业歧视的特征：第一，商业银行风控决策需要看历史数据和抵押资产，民营企业最缺的就是这些信息；第二，政府对国有企业还有一些或隐性或显性的担保，这些担保其实就是对民营企业的歧视；第三，政府在正规部门把利率压得很低，让银行能够真正服务的民营企业的数量变得更少。民营企业被挤出正规市场，从而导致非正规金融的利率被进一步推高（见图2.13）。这三个因素中，第一个因素是普遍存在的，而第二个、第三个因素是政府政策造成的。所以说，民营企业特别是小微企业融资难是一个普遍性的问题，但中国的政策扭曲进一步加剧所谓“融资难、融资贵”的问题。

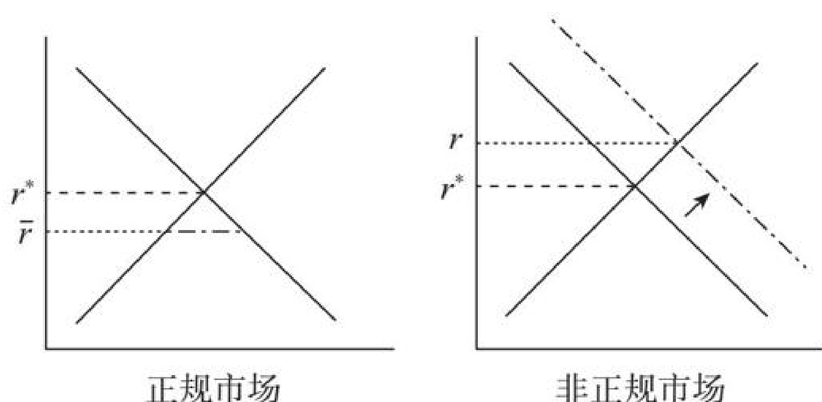


图2.13 正规市场与非正规市场的利率双轨制

从2013年起，中国政府一直高度关注民营企业融资的问题，几乎每隔两到三周就会出台一个政策缓解“金融不支持实体经济”与“民营企业融资难、融资贵”的问题。但政策效果不明显，恐怕还是因为采取的措施没

有对症下药。比如政府经常强调两条监管要求，一条是银行必须增加对民营企业的贷款，另一条是银行必须降低给民营企业的利率。这两条政策都充分地体现了决策部门扶持民营企业的意图，但结果却不尽如人意。如果商业银行服务民营企业的障碍还没有消除，强制它们增加贷款，可能是事倍功半。而要求降低贷款利率更是违背金融规律的做法，金融的一条基本原则就是成本必须覆盖风险，民营企业规模小、不确定性大，所以风险也比较大，金融机构要为它们服务，自然应该提高而不是降低贷款利率。最近在调研中接触到一些案例，银行以低利率贷款给民营企业家，后者反过来购买收益率稍高的理财产品。从表面看，银行满足了监管要求，民营企业家也得到了好处，但这根本不是监管部门要求的对民营企业的贷款。

所以，今天中国经济金融的一个大问题，就是宏观货币与微观融资之间的通道被堵塞了。金融机构既不会对越来越重要的民营企业做合理的风控，又无法实行市场化的风险定价，当然只能尽量把钱留在手上，从事各种“投资”活动，要么造成所谓的资金空转，要么推动资产价格的大幅上涨，出现“金融不支持实体经济”的现象。因此，金融改革最为迫切的任务是打通宏观货币与微观融资之间的渠道，但完成这个任务，不能依靠行政手段，而要依靠市场化的工具，特别是需要尊重金融规律。行政手段不是不可以用，短期内事关紧急，要求银行响应政府的号召做一些事情，也可以理解。但行政手段毕竟难以持续，搞不好还会事与愿违，好心办坏事。如果政府觉得有必要对一些特定的企业在特定的时期内提供政策支持，这样的政策应该由政府财政或者由政策性金融机构来埋单，而不是强制性地将责任推给商业性金融机构。

市场化的手段包括很多方面，简单地看，可以从三个方面入手。

第一，利率市场化很关键。利率市场化的核心是要做到市场化的风险定价，有多少风险，就定什么样的价格。过去长期压低正规金融部门特别是银行的利率，相当于由居民在补贴企业，支持生产、出口和投资。但客观上这个政策反而减少了银行对民营企业的贷款。因此，利率市场化不仅是为了控制风险、提高资金配置效率甚至改善货币政策的传导机制，更重要的是为了实现市场化的风险定价。没有这一条，金融机构就无法真正为民营企业提供金融服务。为什么民间借贷、影子银行和金融科技可以为民营企业提供融资服务，其中一个很重要的原因就在于它们摆脱了正规金融部门的利率管制，实现了变相的利率市场化。

第二，服务民营企业的主要责任还是应该由银行来承担。党的十八

届三中全会提出中国要发展多层次的资本市场，提高直接融资的比重。资本市场发展对于中国经济的未来非常重要，一些不太适合由银行提供融资的业务，可以由包括创投基金在内的各种直接融资渠道来服务。但必须意识到的是，资本市场不可能承担起服务民营企业的主要责任，这可以从两个方面来理解。一方面，一个国家的金融体系是由市场主导还是由银行主导，并非简单地由政策决定，而涉及更为全面的政治、文化与经济制度。简单地说，凡是市场主导的经济体，比如美国和英国，基本上都是自由主义、个人权利至上、决策分散化，而法制体系相对健全。凡是银行主导的经济体，比如德国和日本，基本上都是崇尚集体主义精神、决策相对集中。因此，中国的资本市场可以进一步发展，但短期内它的发展必然会受到这些制度环境的制约。另一方面，与向银行申请贷款相比，在资本市场融资对企业的资质要求更高。金融的核心困难是信息不对称，风控的关键任务就是要降低信息不对称的程度。企业到资本市场上去融资，就需要达到更高的信息披露的要求，正因为这样，资本市场融资的门槛比银行融资的门槛要高很多。如果民营企业无法从银行获得贷款，就不可能主要依靠资本市场来缓解这个问题。现在中国资本市场占非金融企业外部融资的15%左右，与日本和德国的占比差不多。即使在美国，直接融资所占的比重也不到50%。

因此，解决民营企业融资问题，可能还是要回到银行，回到间接融资渠道。但银行需要从很多方面进行改革。首先，除了已经提到的利率市场化，也需要引进更加科学的对不良率的监管政策。目前采用终身追责的做法，实际上非常不利于银行为风险相对较高的民营企业提供服务。其次，政府也需要逐步取消对国有企业的间接担保，这样才有可能消除对民营企业的变相歧视，真正实现“竞争中性”。最后，银行也需要创新获客与风控的做法，特别是学会如何为没有抵押资产、历史数据和政府担保的企业提供金融服务。

第三，规范而不是消灭非正规金融部门。不管是影子银行还是金融科技，由于它们的业务规避了正规部门的监管政策，确实带来一些金融风险，需要加强监管，做到监管全覆盖，从而控制金融风险。但这些业务实际上也规避了不少正规部门一些不尽合理的管制措施，为实体经济提供了金融服务，为正规金融部门提供了有益的补充，是实质性的金融市场化的产物。从这个角度看，正规金融部门和金融政策应该向非正规部门看齐才对。

更重要的是，非正规金融部门创新了很多风控的做法。比如正规金

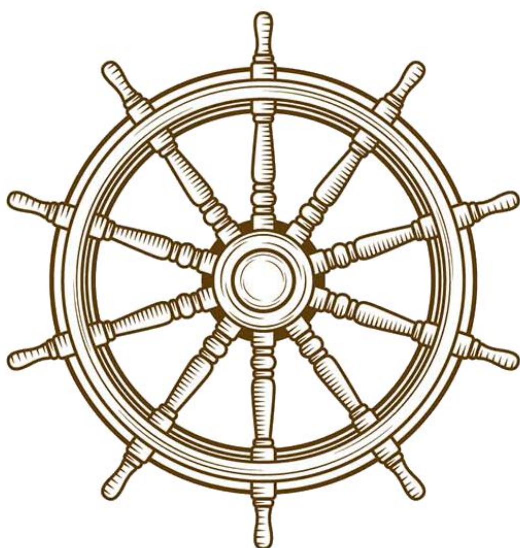
融部门无法为民营企业提供服务，主要是因为获客难、风控难。一些线下的机构通过软信息的做法，了解客户、提供金融服务。而一些线上的机构则利用互联网平台、移动终端和大数据分析，同样可以很好地为民营企业服务。这两类机构在发展普惠金融方面走出了新路子，在全世界都居于领先地位。金融改革的任务应该是一方面规范这些非正规金融部门的做法，守住不发生系统性金融风险的底线。另一方面将非正规金融部门的一些好的做法推广到正规金融部门，真正改善对实体经济的金融服务。

---

[1] 黄益平，中国经济50人论坛成员，北京大学国家发展研究院副院长。

第三章

释放增长动能



多方施策稳出口

隆国强[1]

在我国比较优势加速转换的背景下，面对中美贸易摩擦和全球经济减速导致外需不足的双重挑战的叠加，稳出口并非易事，不能指望“一招灵”，需要多方施策，要标本兼治，既实现短期“稳出口”，也要促进产业国际竞争力升级，推动从贸易大国向贸易强国的转变。

一、高度重视稳出口的重大意义

中国是全球第一大货物出口国，2018年全年货物进出口总额305 050亿元，比上年增长9.7%。其中，出口164 177亿元，增长7.1%，进口140 874亿元，增长12.9%。中国也是全球重要的服务贸易大国。2018年，按国际收支口径统计，全年服务进出口总额52 402亿元，比上年增长11.5%。其中，服务出口17 658亿元，增长14.6%。服务进口34 744亿元，增长10.0%。服务进出口逆差17 086亿元。

针对当前的国际国内形势，中央在2017年中提出“六稳”。2018年末的中央经济工作会再次将“六稳”作为2019年经济工作的重要任务。稳外贸是“六稳”中的一个重要方面，稳外贸的关键在于稳出口。

稳出口有利于稳增长。2017年全球货物贸易出口和服务出口占全球GDP的比重分别为22%和6.65%，2018年我国货物出口总额和服务出口总额占GDP的比重分别为18.2%和2%，合计占20.2%，都低于世界平均水平。尽管如此，出口增长对整体经济稳定增长还是具有直接影响。从需求角度看，出口是外需的体现，通常人们用净出口变化来计算出口变动对经济增长的贡献。近年来，我国国际收支顺差连续减少，对经济增长产生拖累。尤其是考虑到我国正处于消费结构和产业结构的加速升级阶段，而且还在大力推动贸易投资自由化、便利化，进口需求相对强劲，如果不能做好稳出口的工作，国际收支形势可能更为严峻，甚至可能出现经常项目逆差，直接影响到经济增长。从供给角度看，稳出口直接影响到经济增长的质量与效率。仅仅从净出口数量来看国际贸易对经

济增长的影响是不全面的。设想一下，一个开放度很低的经济体和一个开放度较高的经济体，其净出口都可能为零，难道两个开放度迥异的经济体经济增长的质量是一样的吗？越是深度参与国际分工，越有利于提高经济运行效率。开放度高的经济体有利于把资源集中于自身更为擅长、更有竞争力的部门，从而实现更有效率的增长。近年来，我国经济的外贸依存度持续下降，这不利于我国深度参与国际分工合作。因此，同样保持净出口稳定，不应从限制进口入手，而应着力扩大出口。所以，稳出口既有利于支撑经济稳增长，而且有利于提高经济增长的效率。

稳出口有利于稳就业。面对我国人力资源结构变化的新形势，2019年政府工作报告提出，实行就业优先的政策。要落实就业优先的政策目标，需要多方发力。其中，稳出口具有重要意义。我国无论是货物出口还是服务出口，总体上是以劳动密集型产业为主，因此，出口创造了大量的就业机会。据有关部门的估计，外贸直接或间接带动就业人数达到1.8亿左右，约占全国就业总数的23%。出口增长情况直接影响到大批就业岗位。另外，我国就业面临的一个突出问题是结构性矛盾尖锐，普通技工面临招工难、工资上涨过快的问题，而每年800多万高校毕业生面临就业难的问题，为高校毕业生创造体面的就业机会是就业优先政策的一个重要方面。近年来，我国服务出口尤其是知识密集研发、信息服务等服务外包出口增长较快，是白领就业岗位的一个新增长点。货物出口除了创造制造业就业岗位外，也产生大量的生产性服务业工作岗位，如贸易、金融保险、法律、会计、物流等，有相当比例是白领就业岗位。因此，稳出口不仅有利于就业岗位数量的增长，也有利于改善就业结构。

稳出口有利于增强信心。当前，国际形势复杂严峻，世界经济面临下行压力，中美贸易摩擦仍具有一定不确定性。国内经济稳中有变，变中有忧。稳定预期最为重要。采取得力措施稳出口，对于增强信心有直接作用。首先，因为外贸统计数据每月公布，出口数据好坏直接影响人们对形势的判断，如果出口数据好于预期，有利于及时扭转悲观预期。否则，可能加剧预期的恶化。其次，稳出口有利于稳定汇率预期。随着近年来我国经常项目国际收支顺差逐年缩小，人们担心2019年经常项目可能由顺差转为逆差，进而影响人们对人民币汇率走势的预期。如果出口能够保持增长，避免出现经常项目的逆差，就可以增强人们对人民币汇率的信心，也有助于增强人们对我国应对中美贸易摩擦的信心。

二、影响我国出口增长的主要因素

影响我国出口的因素，既有短期因素，也有长期因素。各类因素叠加，相互影响，对稳出口形成挑战。归纳而言，以下三个因素影响最大。

第一，中国正处于比较优势的转换期，影响到出口竞争力。过去几十年，中国从位列全球第32位的出口小国，一跃成为世界上最大的货物贸易大国和名列前茅的服务贸易大国，支撑中国出口竞争力的基础条件是中国低成本、高素质的劳动力。从出口结构看，中国已经成为一个制成品出口大国，制成品出口占比约为95%。其中，2017年机电产品出口1.32万亿美元，占出口总额58.38%，高新技术产品出口占比为29.49%。需要指出的是，无论是机电产品还是高新技术产品出口，其中有相当高的比重是全球价值链产品，在我国完成的增值环节以劳动密集型为主，低成本劳动力是支撑其国际竞争力的重要因素。随着中国经济快速发展，劳动力成本也相应上升，出口企业工人工资持续上涨，加上较高比例的社保费，企业用工成本成为影响传统产业国际竞争力的一个重要因素。近年来，越来越多有低成本劳动力的发展中国家开始走上出口导向发展道路，越南、印度、孟加拉等国迅速成为劳动密集型产品全球市场的新角逐者。相比之下，我国工人单位劳动成本已经比这些国家高出数倍。在传统劳动密集型产品出口竞争面临挑战的同时，我国资本与技术密集型制成品出口的竞争力虽有增强，但整体上看，尚未完成我国制造业国际竞争力从劳动密集型向资本与技术密集型的升级。因此，我国制成品出口在国际市场上面临着“两头受挤”的压力。劳动密集型产品受到新兴发展中经济体的强力追赶与挑战，资本与技术密集型产品尚未能在发达国家占主导地位的市场中实现突破。结果表现为我国全球市场份额的下降。我国货物出口占全球市场的份额于2015年达到13.76%，此后连续3年下降，2018年为12.65%，下降了一个多百分点（见图3.1）。与加入WTO（世界贸易组织）前后我国制造业国际竞争力持续增强的阶段相比，目前我国在制造业的国际竞争力正处于“青黄不接”的阶段，要实现货物贸易稳出口，需要我们付出艰辛努力。必须把短期政策措施与长期改革举措有机结合，既要千方百计维持劳动密集型产业的传统竞争优势，还要深化供给侧结构性改革，着力增强资本与技术密集型产业的国际竞争力。

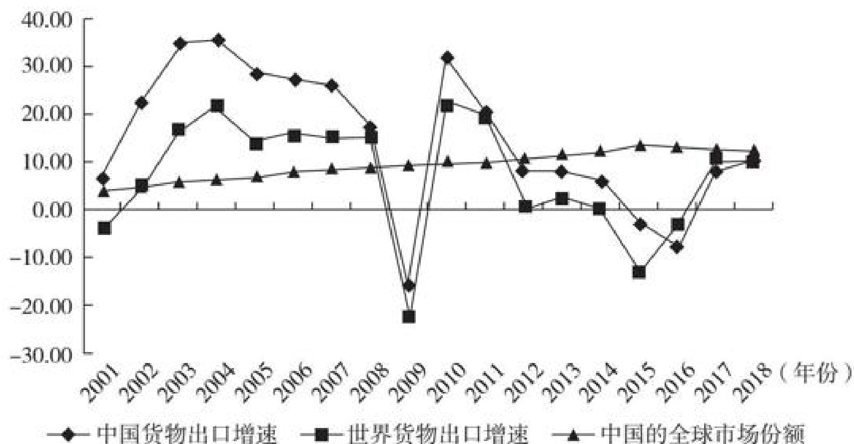


图3.1 中国货物出口增长率及全球份额（以美元计，%）

资料来源：UNCTAD，中国海关。

比较优势的转换不仅影响到制造业的国际竞争力，而且也影响到服务业的国际竞争力。由于“对外开放不足，对内管制过度”，我国服务业的国际竞争力本来就不强。随着劳动力成本的上升，服务业的竞争力也受到影响。2008年全球金融危机后，全球服务贸易增长速度都明显回落。自2011年以来，中国服务贸易出口的增长速度在多数时间都低于全球服务出口增长速度（见图3.2）。我国服务贸易出口在全球的市场份额在2011年达到4.56%的水平后，一直持续下滑，2017年降到4.26%。近两年，我国政府多方施策，培育服务业的国际竞争力，在15个城市开展了服务贸易创新发展的试点。在总结经验的基础上，2018年还扩大了试点范围，延长了试点时间。在经历了两年负增长后，2017年和2018年我国服务出口分别达到了8.9%和17%的较高增长速度，这既有外部市场回暖的原因，也有竞争力增强的原因。服务贸易结构进一步优化。以技术、品牌、质量和服务为核心的新兴服务优势不断显现，两年来，新兴服务出口增速明显高于整体增速，占比相应上升。这揭示出我国服务出口竞争力的增强潜力是巨大的。

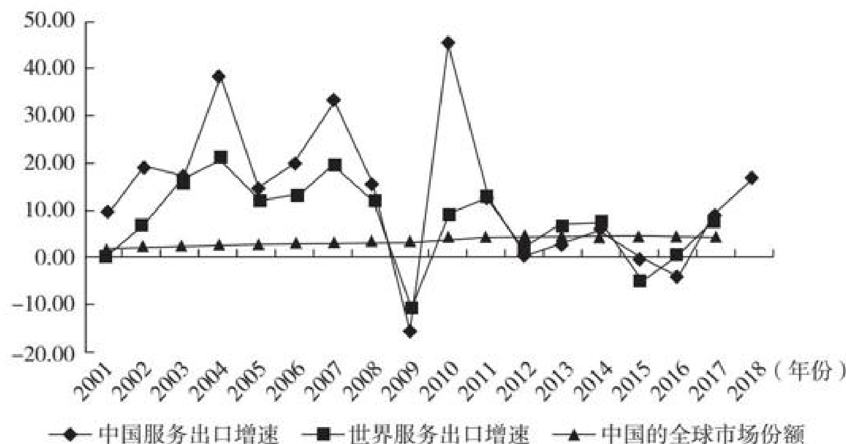


图3.2 中国服务出口增长率及全球份额（以美元计，%）

资料来源：UNCTAD。

第二，外需不足。2008年全球金融危机爆发后，全球经济进入大调整阶段，世界经济增长速度明显回落，产能过剩矛盾突出。不少经济体将收入差距扩大、失业压力增大等问题主要归咎于经济全球化，导致民粹主义盛行，贸易投资保护主义抬头，一些国家采取了各种各样的保护主义措施。经济增长放缓与保护主义政策叠加，直接影响到全球贸易增长。1998—2007年，全球货物贸易出口和服务贸易出口年均增长速度分别达到10.9%和10.8%。2008年全球金融危机的爆发是一个分水岭，此后，跨境贸易明显减速。2008—2017年，全球货物贸易出口和服务贸易出口年均增速分别降到1.0%和3.2%。

2018年美国经济表现抢眼，带动全球经济出现了回暖，全球贸易出现了明显复苏。但是，2019年主要经济体大多减速，全球经济面临下行压力。国际货币基金组织等国际机构纷纷下调对2019年经济增长速度的预测值。中美贸易摩擦、英国脱欧等因素，增加了全球经济的不确定性。一些新兴经济体面临着资金外流、汇率贬值的风险。全球债务总额再攀高峰，债务总量已经达到2008年危机爆发时的两倍，金融风险上升。由于全球需求增长减速，初级产品价格回落，那些依赖资源出口的经济体，国际收支形势恶化、汇率贬值、进口需求不振。而进口需求不振与保护主义抬头相互推动。

针对我国出口的保护主义是最为突出的。中国已经成为世界最大的出口国，是一百多个国家最大的贸易伙伴。当看到中国庞大的市场时，

很多国家都希望加强与中国的贸易关系，进一步分享中国发展的机遇。同时，很多国家也担心来自中国的竞争。因此，中国出口遭受了世界上最多的反倾销、反补贴等贸易救济案例，受到影响的出口金额也是最多的。在经济下行时，一些国家比往常更喜欢采取贸易保护主义措施。

因此，2019年，经济减速导致的外需不振与各种各样的保护主义措施，是我国稳出口面临的第二大挑战。

第三，中美贸易摩擦。中美互为重要的贸易投资伙伴，产生贸易摩擦是十分正常的。但是，2018年，美国以双边贸易失衡、知识产权保护、产业政策等为理由，针对我国输美货物分批次采取加征关税的政策，引发了有史以来最大规模的双边贸易摩擦。

很多中国对美出口企业采取了“抢单”出口的策略，即抢在美国加征关税之前或从加征10%升为加征25%关税之前，尽可能加快对美出口。结果，2018年中国对美出口4 784.2亿美元，增长11.3%。自美进口1 551亿美元，增长0.7%。贸易顺差3 233.2亿美元，同比扩大17.2%。2018年的抢单出口，加大2019年对美出口的基数，即使中美谈判达成协议，美国取消额外关税，因为基数被垫高，2019年对美出口情况也不乐观。如果美国执意保持现有关税，或谈判破裂导致美国对华输美产品加征关税，则会对我国对美出口产生更加严重的负面影响。据有关研究测算，如果美国对2 500亿美元中国输美产品加征25%的关税，将令我国对美国出口在2019年减少938亿美元，直接影响GDP的0.7个百分点。

中美贸易摩擦还加剧了我国出口产能的对外转移。由于比较优势转换，一些在华从事出口的低附加价值劳动密集型产业早就开始对外转移产能。中美贸易摩擦爆发后，为规避风险，企业对外转移产能的情况进一步加剧。据国务院发展研究中心调研组2018年在上海、浙江对向美出口制造业企业的问卷调查，如果贸易摩擦持续时间较长，少量企业已经有转移计划，更多的企业会考虑转移。一旦将出口产能转出，将大大增加中国稳出口的难度。

三、综合施策稳出口

第一，着力降成本，增强出口竞争力。要进一步落实好金融服务实体经济的各项政策，改善对出口企业特别是中小型出口企业的金融服务，解决“融资难、融资贵”问题，降低资金成本。适当提高出口退税

率，尽可能实现足额退税，进一步加快出口退税进度。保持人民币汇率稳定，避免人民币升值。更大力度推进供给侧结构性改革中“降成本”的力度，降低政府对能源、运输等基础产品与服务定价，清理对出口企业的各种收费，减少出口企业缴费负担。继续推进通关便利化改革，把改革重点从压减通关时间转向压减通关环节的各种收费，切实降低通关费用成本。进一步推进“放管服”改革，降低制度性交易成本。

第二，大力开拓新市场。市场多元化是我国优化出口结构的长远大计，也是短期稳出口的有效举措。新兴经济体经济增长速度快，对我国产品需求旺，出口潜力巨大。稳步推进“一带一路”建设，开拓沿线国家市场。5年来中国与沿线国家对外贸易增长速度比整体外贸增长速度高2～3个百分点，说明“一带一路”倡议可以有力带动中国对沿线国家的出口增长。加大政策性金融机构对出口的支持力度。中国进出口银行、中国出口信用保险公司等政策性金融机构对支持出口具有重要作用，应扩大政策性金融服务的覆盖面，并降低服务成本。加大对中小出口企业拓展海外市场的支持力度，如支持中小企业到海外参展，发现新客户、开拓新市场。

第三，用创新增强出口竞争力。要高度重视、充分发挥跨境电子商务对扩大出口的作用。跨境电商增长速度快，潜力巨大，也是开拓新兴市场的利器。例如，2018年中国向俄罗斯发送的包裹价值达到2 446亿卢布（约合250亿元人民币），增长率达到18.8%。要支持出口企业加大技术创新，开发新产品，提高出口商品的附加价值，持之以恒实现出口结构的升级。要支持工业机器人应用，提高制造业自动化、智能化水平，推动劳动密集型加工出口企业转型升级。继续支持外贸综合服务型企业、市场采购型出口等新模式、新业态的发展，鼓励出口商业模式的创新。

第四，大力推动服务出口。服务贸易潜力大，我国具有发展服务出口特别是知识密集型服务的多种有利条件，特别是人力资源优势。2019年要深入推进服务贸易创新发展试点工作，及时总结推广成功经验，加快形成有利于增强服务业的体制环境。进一步扩大服务业对外开放，引入国际优势资源和竞争压力，增加服务业国际竞争力。牢牢把握信息技术进步对促进服务出口的战略机遇，大力支持数字化服务的出口，鼓励服务出口模式创新，大力发展服务外包。

---

[1] 隆国强，中国经济50人论坛学术委员会成员，国务院发展研究中心副主任。

合意投资增速的几个标准

刘元春[1]

稳投资是2019年稳增长的核心。因为2018年投资增速的快速下滑是宏观经济下行压力加大的原因之一。2018年全社会固定资产名义投资增速仅为5.9%，比名义GDP增速低3.8个百分点，全社会固定资产投资实际增速仅为0.5%，比实际GDP增速低6.1个百分点（见图3.3）。更为重要的是，由于投资收益率的持续下滑、未来预期的恶化、外部环境的震荡以及存货周期的逆转，作为固定资产投资核心力量的民间投资增速见顶回落将是2019年发生的大概率事件。因此，出台稳投资一揽子政策将成为逆周期调控的核心工作。但是，稳投资的核心目标是什么，我们是否需要将当前投资增速通过积极的财政政策、稳健的货币政策，以及投资政策提升到“新常态”以前的水平？是否应当通过地方政府大规模扩大基础建设投资和其他公共投资来补齐市场投资的缺口，使基础建设投资增速恢复到2016年的水平，在大幅度调整投资结构的基础上保持增速的稳定？回答这些问题需要我们从短期宏观静态平衡、中期宏观动态平衡、中期最优增长，以及效率与财务可持续等角度来分析和判断。

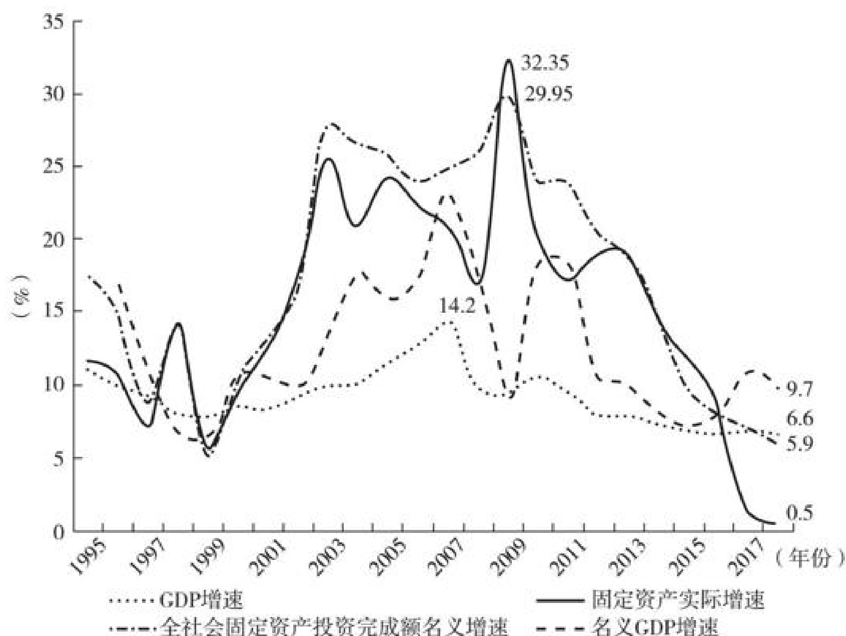


图3.3 1995—2017年中国经济增速情况

一、五个标准下的合意投资增速

第一个标准是静态宏观平衡视角下的标准。其核心原理就是，投资变化必须有利于形成短期总供给和总需求的平衡，I＝S　　＋（T-G）＋（M-X），其中I是投资、S是储蓄、T是政府收入、G是政府支出、M是进口、X是出口。居民储蓄、政府结余、贸易赤字以及被动存货投资的变化共同决定了固定资产投资增速的适宜范围。

第一，储蓄率下降以及储蓄增长速度的下降决定了短期平衡约束下的投资增速必然下降。

储蓄率在2008年左右达到高点52.3%，之后就呈现出持续回落，到2018年仅为45.4%。储蓄率的下滑以及GDP名义增速的下滑直接带来的就是储蓄增长速度更快的下滑，从2008年的25%的增长水平下滑到2017年的5%和2018年的8%，呈现出波动中的趋势性下滑态势（见图3.4）。在两部门经济体系中我们知道，如果储蓄不能转化为投资，计划储蓄水平与计划投资水平不一致，那么总供给与总需求就无法达到平衡。因此储蓄率的下降必定意味着投资率的下降，储蓄增长速度的下降

也必定导致投资增速的下降。从这个角度来看，中国投资的实际增速从32.4%下降到当前的0.5%，其中最为重要的因素是由储蓄率和储蓄增长速度下降诱发的，具有必然性和合理性的成分。

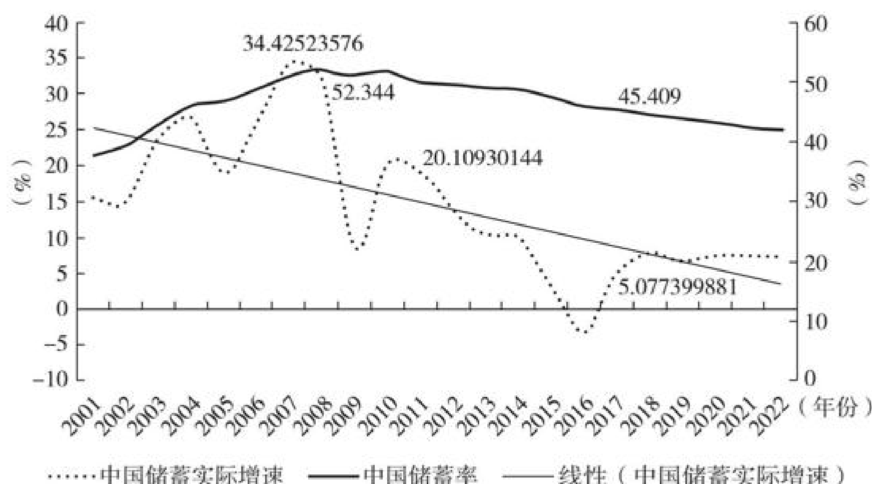


图3.4 2001—2022年中国储蓄情况

第二，经常项目顺差占比的下降对投资品的供给和投资需求产生相反的冲击。

在开放体系下，宏观经济总供给与总需求的平衡需要考虑外需，即贸易顺差。在贸易顺差减少时，为了保持宏观经济的稳定，投资增速必须有所提升。或者在宏观经济稳定时，投资增速要大幅度扩展必须大幅度降低贸易顺差。中国贸易顺差占GDP的比重在2007年达到约9.9%的历史最高点，随后大幅度下降，到2018年仅为1.4%左右（见图3.5）。这种下降导致外需大幅度下降，以及国内大量外向型企业出现低迷、国内产能出现过剩，对于投资就产生了双向冲击。第一，很多以国际市场为主体的企业投资需求和能力下降。第二，为了平衡外需的缺口，必须启动投资需求来弥补。第三，投资结构发生变化，政府主导型投资和内向型投资开始上扬。从国民核算的角度来看，在储蓄水平不变和政府实现平衡收支的前提下，贸易顺差的收窄将缓冲投资下降。

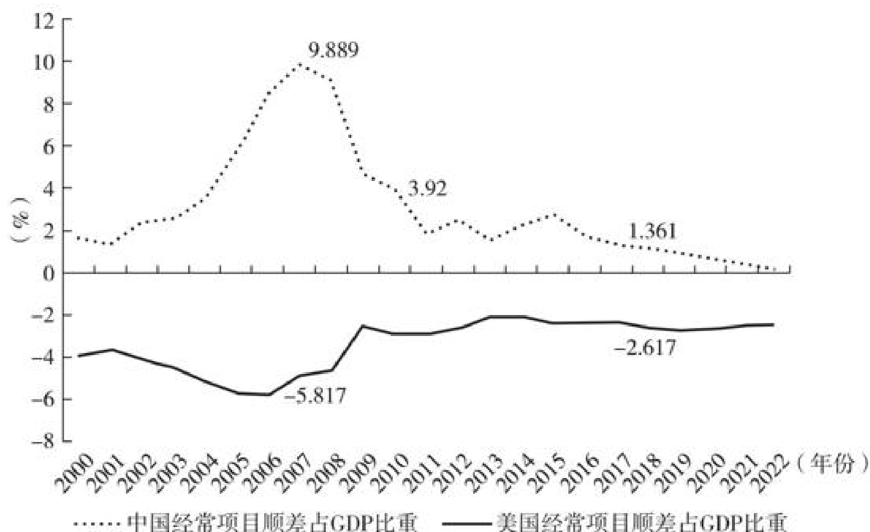


图3.5 中国、美国经常项目顺差占GDP比重

第三，政府债务的急剧增长可能带来明显的挤压效应。

在四部门经济中，政府赤字规模也会对于投资规模产生影响，在国际贸易顺差平衡的情况下，要保持宏观经济平衡，政府结余必须由投资增长来进行填补。从2008年以来中国政府采取了持续的积极财政政策，财政的狭义赤字率和广义赤字率都得到了明显的持续提升，狭义赤字率从2011年的1.6%上升到2018年的3.8%左右，而广义赤字率从2011年的3.3%上升到2018年的9.8%左右（见图3.6）。这种上升将会对市场投资产生短期的挤出效应，投资率和投资增速都应当出现回缓。

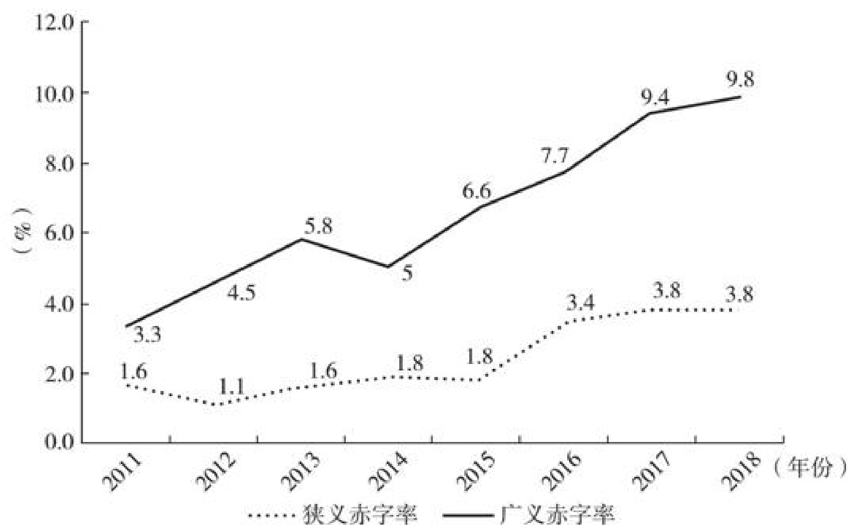


图3.6 2011—2018年狭义赤字率与广义赤字率增长情况

第四，从各类参数的匹配性来看：当前投资增速虽然具有趋势性，但依然出现了超调，可能引发短期宏观失衡的问题。

综合以上几个因素来判断短期的宏观平衡可以看到，2010—2018年，固定资产实际增速下降19.7个百分点，国民储蓄实际增速下降15个百分点，政府赤字率上升6.6个百分点，经常项目顺差率下降2.5个百分点（见表3.1）。从各类参数的匹配性来看，当前投资增速虽然具有趋势性，但出现了超调，投资实际增速水平与短期宏观平衡所需要的水平低1~2个百分点。考虑2018年和2019年储蓄增速的回升，目前投资增速较合意实际投资增速可能低4~5个百分点。因此，近期由于投资增速过低可能引发短期宏观失衡的问题。

表3.1 2010年和2018年中国经济主要数据情况

	2010年（%）	2018年（%）	变化幅度（%）
固定资产实际增速	20.2	0.5	−19.7
国民储蓄实际增速	20.1	5.1	−15.0
政府赤字率	3.2	9.8	6.6
经常项目顺差率	3.9	1.4	−2.5

第五，宏观参数表明，中国宏观经济正在从短期均衡向有效需求不足转化，投资增速回落冲击了短期平衡，但超调的幅度并不大。

短期宏观经济供求平衡还可以从一系列宏观经济指标的变化来进行衡量和测算，从而来评价当前投资增速是否在宏观均衡的合意水平附近。最为直接的测算指标就是产出缺口，即实际产出增速与潜在产出增速之差。只要产出缺口持续稳定在0的附近，那么宏观经济就在平衡轨迹上运行。根据中国人民大学宏观经济团队的测算，2011年到2017年中国产出缺口持续为负，表现为中国经济持续处于低迷状态，到2017年基本达到均衡状态，但是到2018年这种均衡被打破，产出缺口又将出现负增长（见图3.7）。2018年产出缺口负向增长可以从GDP平减指数的变化来进行印证（见图3.8），2018年的GDP平减指数下降到3.1%，2019年在工业品出厂价格指数下滑的作用下还将进一步下滑。当然从固定资产价格指数的变化来看，目前虽然有所回落，但并不明显。因此，从产出缺口以及价格参数的变化来看，目前投资增速低于宏观均衡的合意水平，但并非如很多市场人士所估算的那么高。

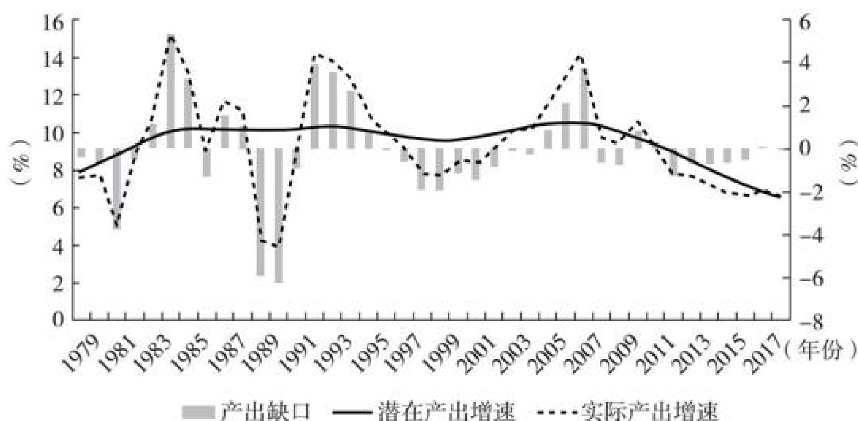


图3.7 1979—2017年中国产出缺口情况

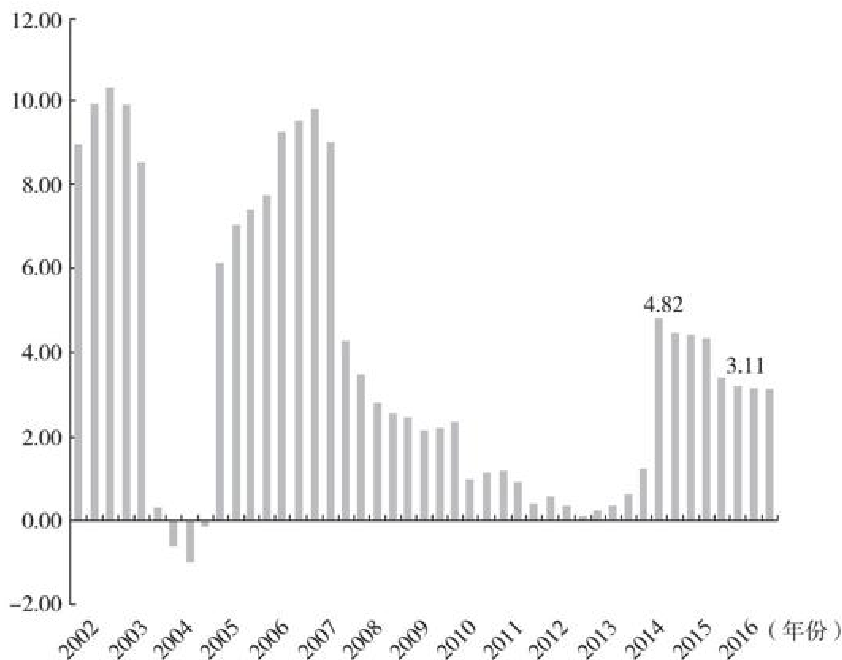


图3.8 2002—2016年GDP平减指数

第二个标准是动态平衡标准。动态平衡标准很重要的一个原理，就是本期的投资是总需求的一部分，但是经过投资周期和资本的形成，就会成为下期的产能和供给。如果第一期的投资增速过快，就必定意味着下一期的产能和供给也会增长较快。如果下一期投资增速出现过度下滑，很可能总需求就会低于总供给的增长，因此本期的投资增速与下一期的投资增速在宏观平衡的约束下必定存在以下技术性依存关系。

$$I_t = sf(K_{t-1} + I_{t-1}, L_t)$$

$$dI_t / dI_{t-1} = sf_1$$

这种跨期投资增速之间的技术性依存关系决定了投资增速在跨期之间不能大上大下，否则就会导致动态失衡。从2012年至2018年固定资产实际增速的变化来看，从2016年到现在，这种变化呈现出一个断崖式的变化，动态失速的可能性非常大（见图3.9）。因为2012—2016年平均投资实际增速差分比值1.5，而2016年至2018年平均投资增速变化的比值达到了4.74，这种比值的快速上扬表现在实际经济体系中就是产能

过剩很厉害，被动存货投资很多，债务出现持续累积。

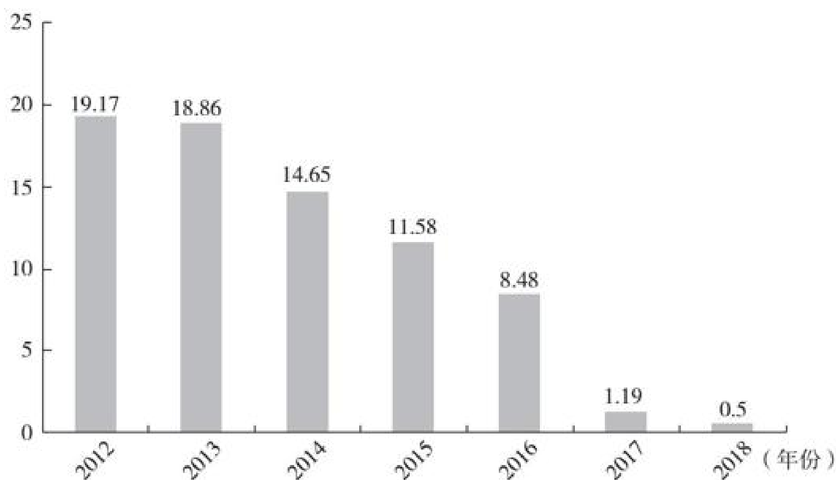


图3.9 固定资产实际增速

同时，在动态失衡的过程中，中国经济增长模式从出口-投资驱动模式转变成投资-债务驱动模式，各类参数在2008年到2018年发生了巨大的变化（见图3.10），其中投资与GDP的比率从2008年的54.1%上升到2015年的81.9%，为了保证这么高的投资GDP比率，各大经济主体进行了大量的借款，形成了大量的债务，依赖债务为投资进行融资，依赖投资来填补前期需求的不足和产能的过剩，这样就出现了债务与投资相互推行的恶性循环。所以全社会融资总额与GDP的比率从2008年的119%上升到2018年的223%。

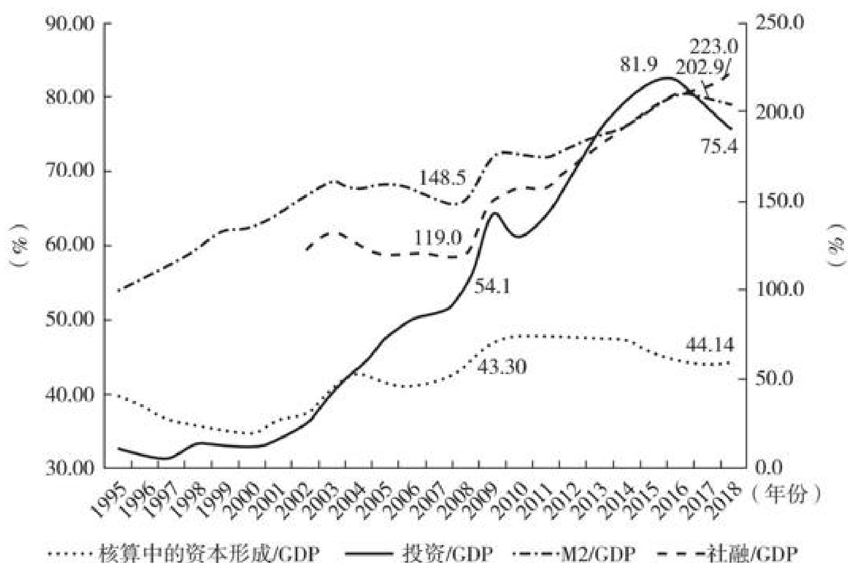


图3.10 1995—2018年主要经济数据与GDP之比

但与此同时投资带来的资本形成却十分低下，2008年中国资本形成与GDP的比率为43.3%，但是到2015年却没有变化，这意味着我们在固定投资中每年大约有占GDP 30%的投资没有形成资本和有效的产能。债务-投资这种模式的动态路径依赖十分严重，打破这种恶性循环需要一个调整的阵痛期。在这个阵痛期中投资增速和社会融资增速下降的幅度可能就要超过名义GDP增速回落的幅度。这就是目前去杠杆的攻坚期。

第三个标准就是最优增长下的动态平衡标准。这个标准所基于的经济学原理是最优经济增长不是持续增长，而是能够保证全社会经济主体福利最优的持续增长。因此，我们不仅需要持续增长，还需要消费率最优的增长。在经济增长理论中，大家根据不同的最优经济增长模型来衍生出能够保证持续经济增长和消费福利最优的投资增速。其中最为知名的有三类：第一，索洛标准，它要求资本的边际报酬率等于边际产品减去折旧率；第二，稳态增长的黄金律，它要求若使稳态人均消费最大，稳态的人均资本量的选择应使资本的边际产品等于劳动增长率加上折旧率；第三，曼昆动态有效的条件，即净资本收入大于投资。从曼昆标准来看，中国投资已经步入严重的动态非效率性。原因很简单，就是固定资产形成额与净资本收入之比远远高于1，在2008年我国该参数仅为1.22，但是到2017年上升到1.65，这表明资本收益对消费基金的侵蚀很严重，偏离了曼昆的动态有效的标准（见图3.11）。

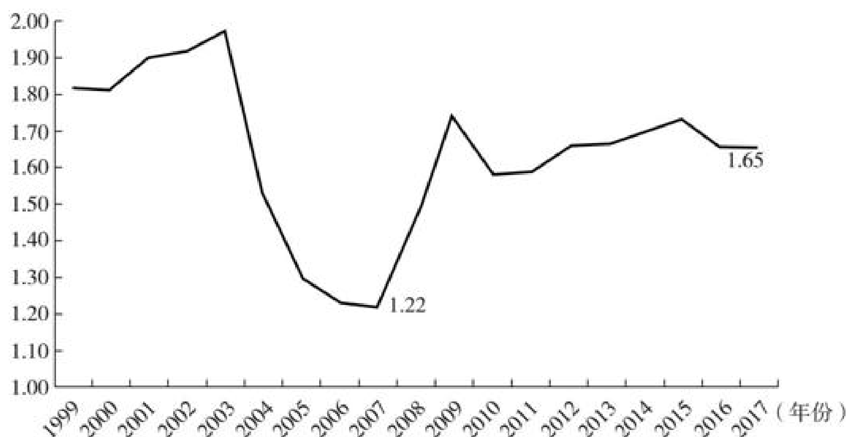


图3.11 固定资产形成额与净资本收入比

另外，固定资产投资转换为资本形成的比率过低印证了当前投资不仅严重影响宏观动态循环，也严重影响了自身的效率。在2003年我国投资与核算中的资本形成基本是一致的，但是到2018年却出现了31.1个百分点的差距，这意味着我们的固定投资用于土地、旧厂房、其他费用以及浪费是十分严重的（见图3.12）。

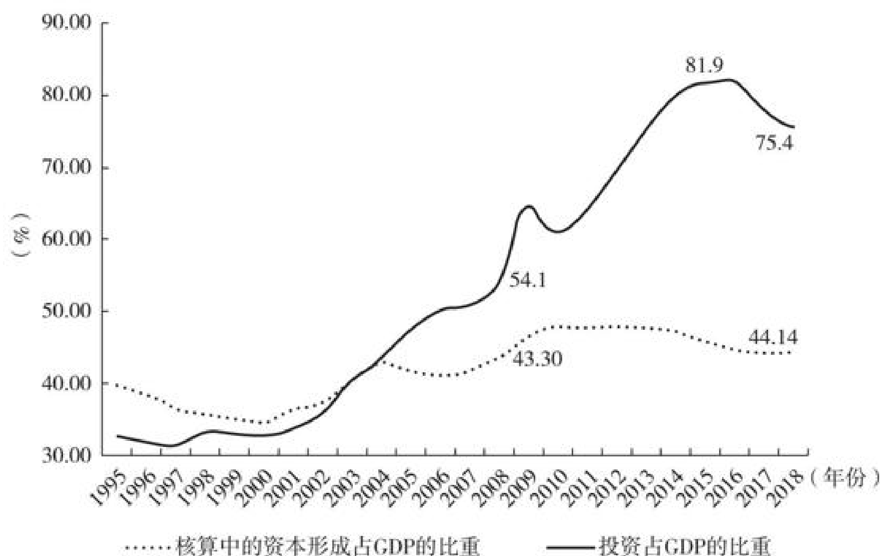


图3.12 核算中的资本形成与投资分别占GDP的比重

同时，投资结构带来的未来动态匹配性和可持续性也存在问题。一

个十分重要的研究是陈斐等学者在2019年的最新研究，最优的公共投资与私人投资的比率为0.3665左右，但是我们会看到，2017年中国公共投资与私人投资之间的比率高达0.49（见图3.13），这意味着公共投资可能过度了，无法与私人投资形成最优的组合关系，同时通过资金的可获得性等途径产生严重的挤出效应。

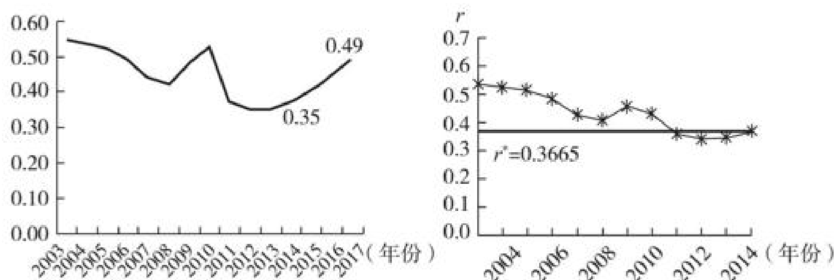


图**3.13** 公共类投资与私人投资之比

第四个标准是动态收益最优标准。当资本存量稳态时，消费率与投资比率等于收益率。

$$\frac{\dot{S}}{s}+sR+p=\frac{\dot{K}}{K}$$

当资本的增长率等于资本转化率、资本收益率的转化率与贴现率之和，总收益最优。

$$|\overline{R(t)}=\frac{1-s}{s}$$

在实际评价中，对于投资效率最为直观的衡量就是ICOR（边际资本-产出比率）。该参数在2010—2015年期间迅速恶化，从2010年的4.0上升到2015年的12.6，但近期有所缓和。如果把中国的参数与世界水平进行比较会发现，中国ICOR比世界平均水平低，比发展中国家高（见图3.14）。考虑中国这些年重工业化和投资比重加剧，中国投资效率在资本和技术深化的进程中并不像想象的那么差。近3年ICOR的快速回落表

明投资效率有所改善，也佐证了供给侧结构性改革是十分有效的。

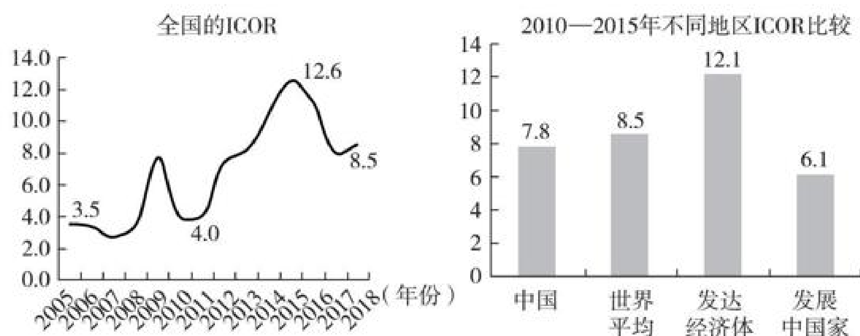


图3.14 中国ICOR情况以及国际比较

值得注意的是，经过工业萧条以后，投资效率的格局发生了一些变化：第三产业和第一产业的单位新增GDP所需要的投资高于第二产业，第一产业和第三产业的重资产化也很明显（见图3.15）。这对于未来发展第三产业的资本需求会更大。

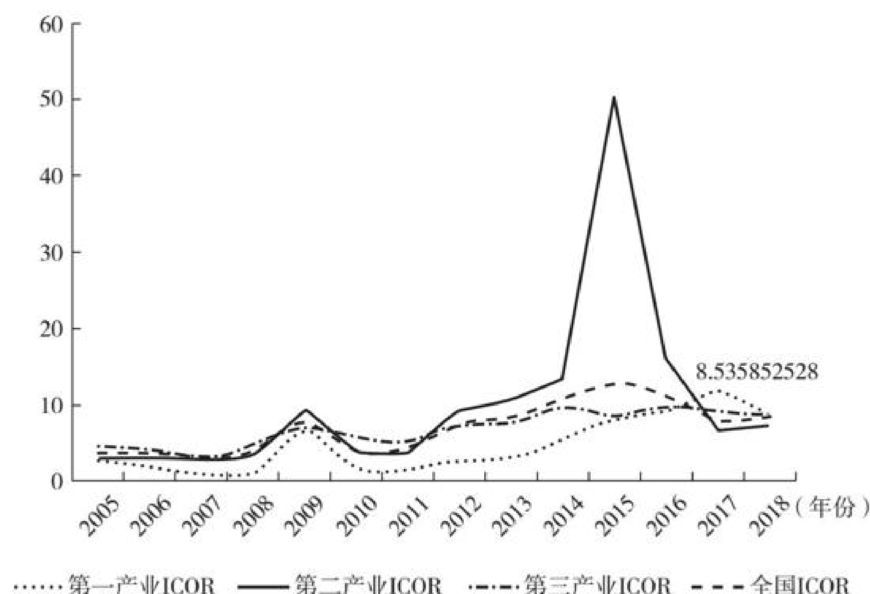


图3.15 各产业ICOR情况

同时，我们应当对投资收益持续下滑高度重视，因为它会给国民经济的资金可持续性和整体商品循环带来致命影响。目前上市公司的加权

净资产收益率从2006年的22.03%下降到2017年的9.14%，十分明显，财务可持续性从总量到结构都存在问题（见图3.16）。

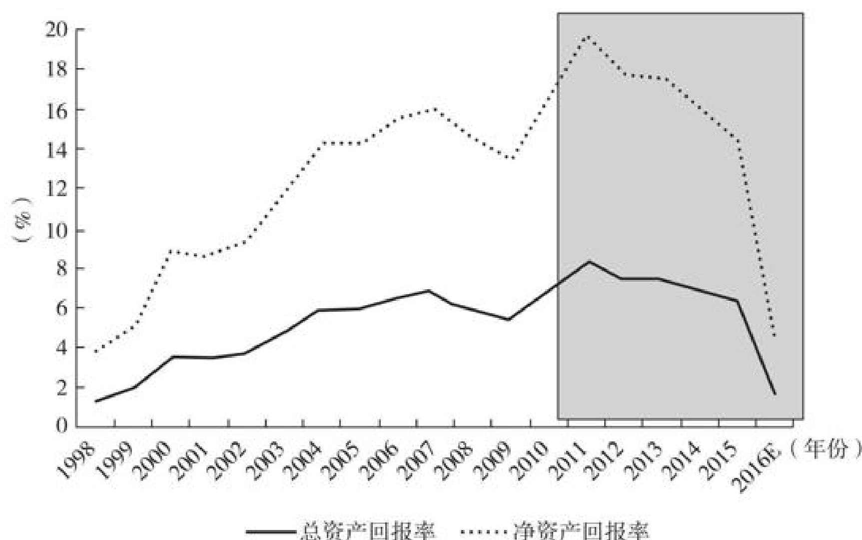


图3.16 1998—2016年净资产回报率情况

最后一个标准是从新宏观经济学研究视角。2008年美国金融危机后，宏观经济学界在反思中提出了几个十分重要的命题。第一，自然增长率不自然，我们可以依靠结构性改革改变各种自然率。第二，潜在增长率只是短期的参照系，结构性变化我们很难把握。第三，短期不积极必然导致中长期的无效，在需求方面就体现为萨伊定律的逆否命题：持续的短期需求不足必定引发中长期潜在供给的下滑。第四，动态来看投资与消费、储蓄之间的关系并非简单的相互替代的关系。这些理论发展给我们的启示是短期投资不足带来的中期潜在增长速度，以及由此决定的消费水平和消费层次的下降可能比短期宏观不平衡带来的问题更为严峻。投资增速的过度下滑不仅不能带来消费的增加，反而会使消费下滑，因为投资过度下降会引起经济衰退，导致失业增加和收入减少。在储蓄水平没有大幅度下降之前贸然利用降低投资来提升消费是一种错误理解宏观经济运行的产物。消费率的提升必须依存于储蓄率的降低，而储蓄率的调整依存于大量深层次结构性和制度性问题的调整。

综合上述各种标准和参照指标，可以得出以下几个结论。

第一，投资增速下滑具有必然性，不能因为投资增速的回落就出现焦虑，更不能将稳增长的投资区间设定为回归过去的水平。

第二，近期投资增速已经影响了短期宏观均衡和中期动态宏观均衡，因此已经出现了过低、过度调整的风险。

第三，在储蓄增长速度依然在5%~9%的区间中，投资增速不宜过高也不宜过低，7%~9%区间在逆周期环境中是一个合意的区间。

二、投资下滑的结构性原因

在判断清楚投资增速的状况之后，我们需要分析清楚投资过度回落的各种结构性原因。

第一，官方投资下滑十分严重是主导性原因。

从2013年到2015年中国固定资产投资增速没有出现结构性分化，官方投资、国有企业投资以及民间投资都与整个固定资产投资保持同步下滑的趋势。但这种状况被2015年底的稳增长政策打破了，官方投资和国有企业投资在民间投资大幅度下滑的局面下大幅度扩大了投资规模，从10%的增速分别飙升到20.2%和23%，从而保证了在民间投资下滑到2.11%的同时总体投资增速稳定在9%左右。随着宏观经济政策的调整，官方投资和国有企业投资增速出现持续下滑，增速从20%多下滑到2018年底的-3.4%和1.9%，而民间投资增速却从2.11%的底部上升到8.72%的高位（见图3.17）。所以，最为直观的结论就是官方投资和国有企业投资的下滑是2018年投资增速下滑的核心力量，这与一般市场人士所感觉的是不一致的。

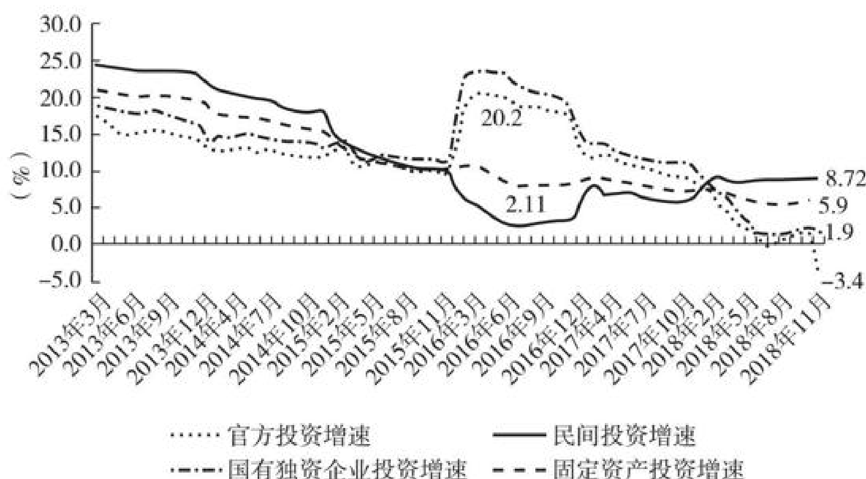


图3.17 投资增速情况

第二，新建投资低迷、扩建更低迷，而改建却不错，说明一些很深层次的问题。

如果进一步剖析固定资产下滑的结构，我们会发现改建的投资增速并没有下降，反而在2017年出现快速反弹，保持着12%左右的增长速度，但是新建投资增速和扩建投资增速却出现了持续下滑，其中新建投资增速从2015年底的16%下滑到2018年底的5.3%，而扩建投资增速从2015年底的10%下降到2018年底的-5%（见图3.18）。这种剧烈的变化实际表明了市场主体对于未来的预期极其低迷，不愿拓展新的项目，而只是在原有的项目上进行调整和完善，这也反映在同期企业家信心指数低迷上。

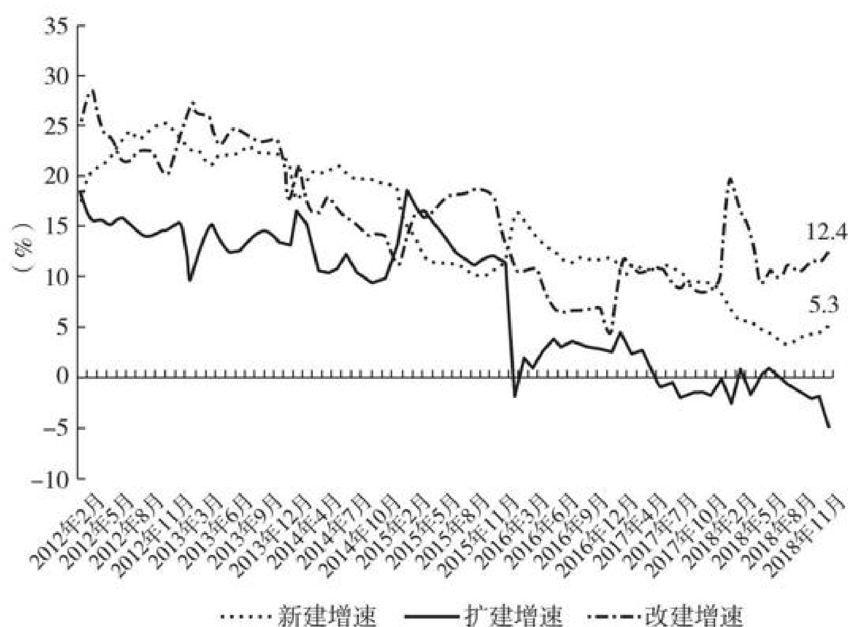


图3.18 新建增速、扩建增速、改建增速对比情况

第三，设备工器具等实质性投资的增速低迷而其他费用高涨更能说明问题。

如果进一步看固定资产投资的增速，我们会看到投资结构变化带来的不仅是投资增速的下滑，而且投资质量也在恶化。设备工器具的投资增速从2016年底的11.4%下降到2018年底的2.9%，与此同时，投资中

的其他费用增速却从0.8%上升到20%（见图3.19），而其他费用是指除建筑安装工程投资、设备工器具购置和商品房购置以外的构成固定资产投资完成额的各种费用。包括：土地取得费用，前期工程费用，施工工作费用，建设单位其他费用。这意味着我们大量的投资并没有形成资本和技术，而是在一些环节打转。

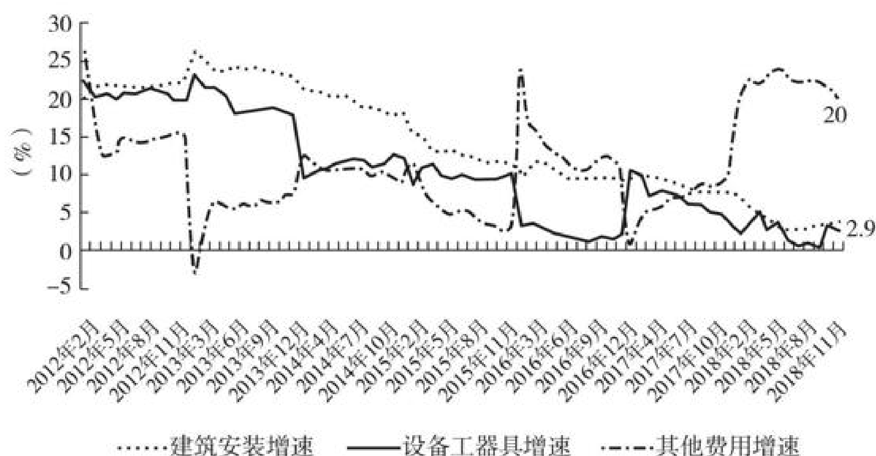


图**3.19** 投资质量变化

第四，第三产业投资下滑是主体，这也是国有企业和民营投资下滑的核心。

从三次产业调整来看，目前投资增速的结构与我们的市场预期不一样。以制造业为主体的第二产业投资增速开始摆脱底部运行的状态，出现明显反弹，从2016年底的3.5%上升到2018年底的6.2%，而与此同时，大家认为蓬勃向上的第三产业投资增速却从10.9%下降到6.2%，增长速度低于第二产业的增速。由于第三产业在投资中占比在60%左右，第三产业增速低迷下滑是投资增速下滑的核心原因（见图3.20）。

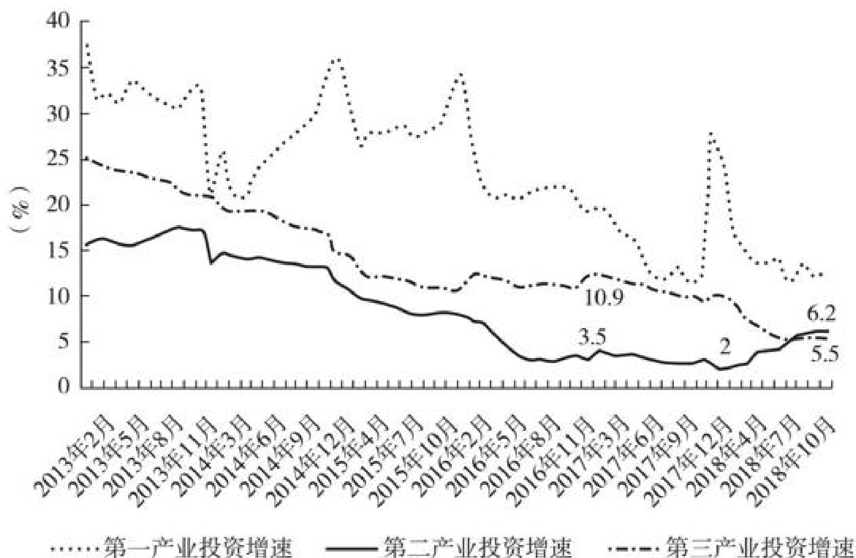


图3.20 各产业投资增速

第五，一个奇怪的现象：国有企业利润率不错，但投资增速却急剧下降！

政府与国有企业的投资增速为什么会大幅度下滑呢？（见图3.21）如果深入挖掘可以看到一个奇怪的现象，那就是国有企业利润和财务状况并没有明显回落。例如国有企业的主营业务利润率在2016—2018年从4.64%上升到6.79%，得到了明显改善，但是其投资增速却从23.7%下降到1.9%。导致这种现象的原因在于两个方面：第一，国有企业领导明显出现积极性低迷的现象，各种考核和检查导致发展的动力不足；第二，国有企业在去杠杆和指标考核的压力下，资金约束大幅度上扬，这类现象在地方政府表现得尤其突出。

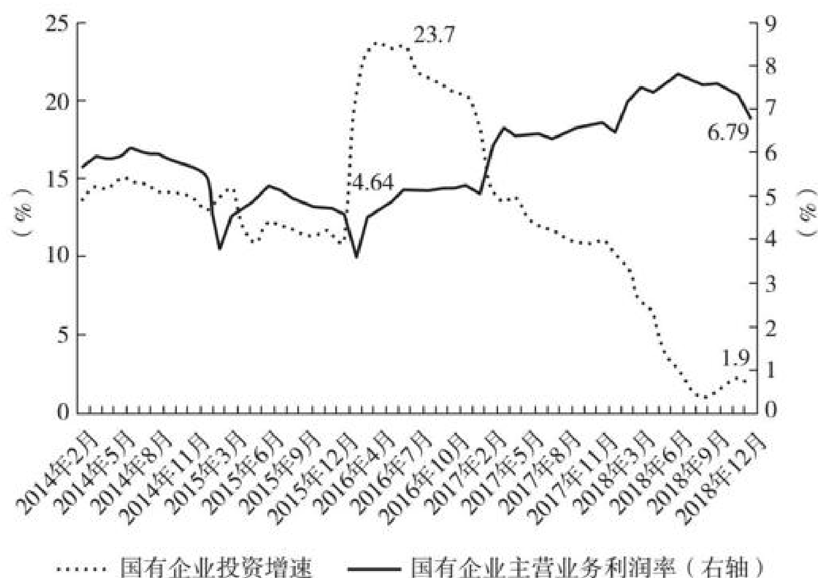


图3.21 国有企业投资增速和主营业务利润率情况

三、一些结论和政策建议

通过上述简单的分析，我们可以得出以下几个方面的结论。

提升固定资产投资增速到合意水平，8%左右十分重要。

当前稳增长的重点主体：稳定民间投资不逆转，使地方政府和国有企业投资行为常态化。目前不能简单放松政府债务约束来刺激政府进一步大规模投资。公共投资过度反弹不仅会带来动态效率不匹配的问题，还会带来财务可持续性和强烈挤出效应等其他问题。打破债务-投资恶性循环增长模式是当前转型的重点。

产业投资稳定十分重要，这需要大幅度放松这些领域的各种管制和打破国有企业在相关领域的垄断。

进一步启动民间投资是稳投资的关键，而民间投资启动的核心在于提高投资未来预期收益率，预期收益率的提升来源于产权的可保护性、资本投资的新空间、投资成本的降低以及投资产业需求的扩展等方面。因此，民间投资的启动不是任何单一政策和工具能够胜任的，必须采取系统性的政策方案和改革措施，必须从中期角度来系统展开。

必须认识到实体投资回报率过低不仅仅是一个周期性现象，更重要

的是源自系列重大改革的缺位，启动民间资本的系统方案必须包含大量基础性的、中期导向的重大改革：第一，政府必须从目前的投资型政府逐步转向民生型政府；第二，国有企业投资体系和利润使用应当进行战略性重新定位改革，非主营业务投资必须严格限制；第三，各类管制措施要重新梳理；第四，事业单位和公共服务体系的市场化改革必须深化；第五，供给侧结构性改革在“降成本”方面应当进一步强化。

前期国民储蓄增速是当期增速的重要参数，投资增速下滑幅度超过国民储蓄增速下滑幅度，必然引起宏观总体的不平衡，带来萧条。

投资增速的过度下滑不仅不能带来消费的增加，反而会使消费下滑，因为投资过度下降会引起经济衰退，导致失业和收入减少。在储蓄水平没有大幅度下降之前，贸然利用降低投资来提升消费是一种错误理解宏观经济运行的思路。消费率的提升必须依存于储蓄率的降低，而储蓄率的调整依存于大量深层次结构性和制度性问题的调整。

动态平衡十分重要，这不仅关系到动态福利最优问题，同时也关系到动态总供给与总需求的平衡和跨期资源配置效率。

投资能动主义（萨伊定律的逆否命题）也必须考虑短期财务的可持续性以及动态平衡的约束，公共投资与公共品投资最优规模是当前经济必须考虑的重要主题。

---

[1] 刘元春，中国经济50人论坛成员，中国人民大学副校长。

“稳投资”的重点和对策

王一鸣[1]

2018年，我国经济保持总体平稳、稳中有进的发展态势。与此同时，经济运行稳中有变、变中有忧，面临近年来少有的复杂局面。2019年，我国经济仍将面临多方面挑战，外部环境不确定性增多，经济运行面临下行压力。发挥投资对稳增长的关键作用，对于保持经济持续平稳增长，补齐重要领域短板，推动经济高质量发展都具有十分重要的意义。

一、当前投资下行偏离正常趋势

2018年，我国固定资产投资同比增长5.9%，创过去19年来最低，增速已连续10年下滑，扣除价格因素后，投资实际增长不足1%。特别是基础设施投资回落幅度较大，全年基础设施投资仅增长3.8%，增速比上年回落15.2个百分点。虽然2018年下半年，已采取降低存款准备金率、加快项目审批和地方专项债券发行等措施，推动四季度投资增速有所回升。但是，当前投资稳定增长的基础仍不牢固。2019年1月全国起重机指数较上月环比下降13.9%，比2018年一季度平均水平下降14%。起重机指数继2018年12月环比下降后，已连续两个月环比下降且降幅呈扩大趋势。由此可见，投资下行压力仍然较大。

2011—2018年，我国全社会固定资产投资增速由阶段性高点23.8%下降到5.9%，实际投资增速由19%下降到不足1%，投资增长已进入一个持续下行通道。2017年以来，投资的实际增速已明显低于经济增速（见图3.22），这反映了经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段过程中投资增长的重要变化。

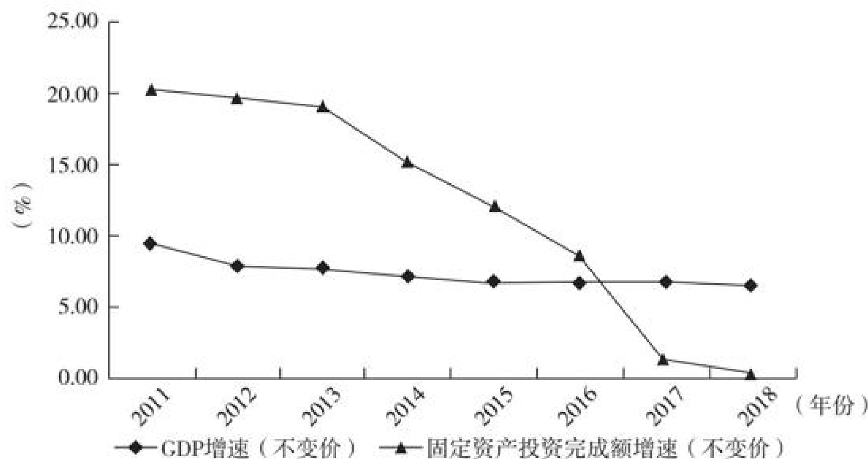


图3.22 2011—2018年GDP与固定资产投资增长对比（不变价）

从中长期趋势看，投资进入持续下行通道主要是储蓄率下行决定的。高储蓄率带来高投资率，储蓄率下降必然导致投资率下降，在这个过程中，投资增速下行有其必然性，而且投资增速降幅往往比经济增速下降幅度更大。我国总储蓄率已由2010年的51.5%下降到2017年的46.4%，平均每年下降0.73个百分点。我国高储蓄率很大部分来自政府和企业的储蓄。随着经济增速的持续回落，企业综合成本上升，盈利空间受到挤压，企业储蓄率趋于下降。政府支出压力增大，加之近几年通过减税降费刺激经济增长，导致政府储蓄率下降。与此同时，随着房地产价格攀升，居民收入大量投入住房领域，家庭负债率迅速上升，居民储蓄率大幅下降，这些都成为储蓄率下降的重要因素。

但也要看到，当前我国投资增速下降虽有其内在合理性，但增速下降过快，已偏离转型期正常趋势。对比日本、韩国经济转型期的状况，其共同特征是投资增速逐步下降并略低于GDP增速。日本1975—1985年实际投资增速比经济增速低1.3个百分点，韩国2000—2010年实际投资增速低于经济增速0.8个百分点，而2018年我国实际投资增速比GDP增速低近6个百分点，降幅远大于日本和韩国相似阶段的水平。这表明，我国投资增速下降已较大幅度偏离了正常下行趋势。

二、2019年投资仍面临下行压力

2019年，受内外各种复杂因素的影响，我国固定资产投资仍将面临

下行压力。

（一）房地产开发投资增速可能出现明显回落

2018年房地产投资增速总体平稳，全年同比增长9.5%。从2016年开始的这一轮房地产投资反弹，离不开去库存、棚改货币化安置和较低房贷利率等短期因素支撑。但从2018年下半年开始，随着限购、限贷、限售、限价等措施的滞后效应开始显现，房地产市场形势发生明显变化，特别是房价上涨趋势的扭转，房地产企业现金流的趋紧、融资成本的大幅上升，导致购地能力和意愿普遍下降。房地产开发投资由土地购置费和建安支出两部分组成。2018年下半年开始出现大量土地流拍或底价低价成交的现象，全国土地购置费当月同比增速也从2018年6月的88%降至11月的39%。从土地流拍或底价低价成交增多，以及房地产施工面积增幅放缓看，2019年房地产投资增速可能会出现较大幅度下降。

（二）制造业投资增速将有所回调

2018年制造业投资增长9.5%，总体上延续了过去两年的回升态势（见图3.23）。这主要受益于上游行业利润回升，企业资产负债表改善，加之原材料市场需求回暖，带动原材料行业投资回升。与此同时，受“抢出口”和人民币贬值效应两方面的影响，全年按美元计价的外贸出口增长9.9%，对制造业投资有明显拉动作用。2019年，这两方面的因素都将减弱，规模以上工业企业利润2018年下半年呈现逐月回落态势，11月当月增速由正转负，下降1.8%，12月下降1.9%。随着企业利润下降，资产负债表可能出现逆向调整，企业扩大生产、新增产能的投资意愿将受到影响。与此同时，随着前一个时期“抢出口”效应减弱，2018年11月、12月按美元计价出口同比仅增长5.4%、-4.4%，环比增速分别下降10.2个百分点和9.8个百分点。2019年，受全球经济放缓和2018年高基数的影响，出口增速将明显回调。上述两方面因素的共同作用，将使2019年制造业投资进一步承压。

（三）基础设施投资增速难有大幅回升

2018年基础设施投资增速回落幅度较大，虽然四季度在政策推动下投资增速有所回升，但全年基础设施投资仅增长3.8%，增速回落15.2个

百分点（见图3.23）。2019年，在政策支持和重点项目资金保障力度加大的情况下，基础设施投资将有明显回升，但仍将受到减税降费和控制地方政府债务的约束。减税降费将使中央和地方政府财政收入增长放缓，据测算，2019年全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元。控制地方政府债务，坚持堵“后门”、开“前门”，坚决遏制违法违规举债，地方政府资金来源将受到限制，对基础设施投资增长也将形成制约。2018年末，地方政府显性债务余额18.4万亿元，而隐形债务余额要大于显性债务余额，且近年来地方政府隐性债务扩张速度要明显快于显性债务扩张速度。如果算上隐性债务，绝大多数省份的债务融资空间已非常有限。2019年全年城投债到期偿还量1.4万亿元，比2018年增长13.5%。在庞大的债务规模和还本付息的压力下，投资扩张将受到明显约束。在减税降费和控制地方政府债务双重约束下，基础设施投资增速难有大幅回升。

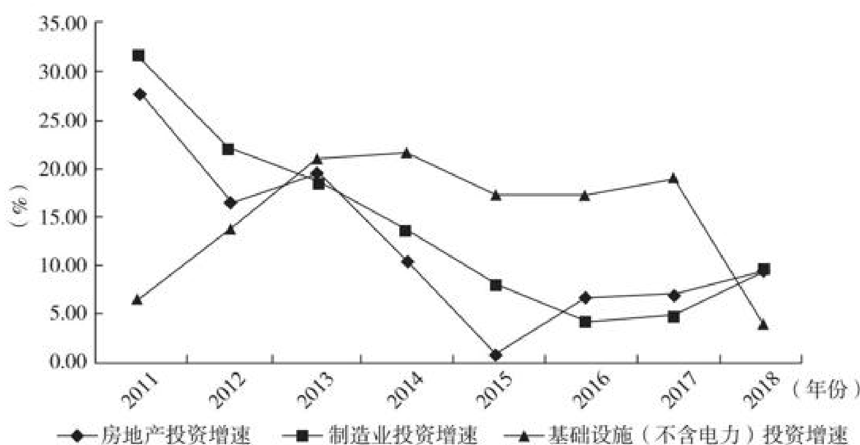


图3.23 2011—2018年房地产、制造业、基础设施（不含电力）投资增速

（四）民间投资增长动力仍然不足

2018年，民间投资增速达到8.7%，但回调压力正在逐步显现。去杠杆的不对称效应，影子银行萎缩对民企融资造成较大冲击，信用债违约风险也加大企业融资难问题。民营企业相对集中在下游制造业，利润增长偏低，而原材料价格回升和用工成本上升进一步挤压民营企业利润，投资能力受到制约。加之国内市场需求不旺，中美经贸摩擦走势仍不明朗，环保标准提高和执法趋于严格，一些行业环保成本大增，民营企业市场预期不稳，投资动力仍显不足。

综上所述，2019年受房地产市场销售回落和政策调控影响，房地产开发投资增速可能将明显回落。企业赢利水平下降和投资能力减弱，制造业投资增速将有所回调。在减税降费和控制地方政府债务双重约束下，基础设施投资增速难有大幅回升。民营企业市场预期不稳，投资动力仍显不足。虽然在政策支持和重点项目资金保障力度加大的情况下，基础设施投资增速将有所回升，但难以对冲房地产开发投资和制造业投资下行，2019年全年投资仍将面临下行压力。

三、“稳投资”的重点和对策建议

“稳投资”在内涵上，不仅是要保持投资的稳定增长，避免投资增速的大幅回落，而且更重要的是，要持续优化投资结构，提高投资效率，为高质量发展创造条件。今后一个时期，我国经济仍有潜力实现中速增长，保持一定水平的投资增速，既符合规律，也是推动供给侧结构性改革、增加有效供给的必要条件。

当前，面对经济下行压力，要强化逆周期调节，积极落实“稳投资”政策，合理有效扩大投资，特别是合理扩大政府投资，加大基础设施补短板力度，围绕国家战略需要，加大新型基础设施、关键核心技术和公共服务领域投资，同时通过深化改革，重构民营企业信心，增强市场主体投资热情，深入挖掘投资增长空间，为经济平稳运行和高质量发展提供有力支撑。

（一）“稳投资”要进一步统一认识

我国仍是发展中国家，与发达国家相比，资本存量和人均资本存量仍有较大差距，特别是乡村基础设施、传统产业技术改造、关键核心技术、公共服务等短板领域仍然突出，投资需求潜力仍然巨大。不要一提扩大投资，就觉得是要“放水”。对此，要进一步统一认识，发挥好投资的关键作用。当然，“稳投资”也要创新方式，着力提高投资效率，避免低效投资，过度债务驱动，甚至产生挤出效应。

（二）继续加强基础设施补短板投资

推进落实基础设施领域补短板力度有关举措，继续加强铁路、公

路、水运、机场、水利、能源、农村、生态环保等基础设施投资，缓解结构性供给不足。加大在建项目的资金保障，鼓励地方政府盘活存量财政资金，重点用于在建基础设施项目，防止出现“半拉子”工程。加快推动川藏铁路、沿江高速铁路、北煤南运通道体系、跨区输电通道、西南水电等重大项目的规划建设，加快推进天然气管网设施互联互通建设。

（三）加大新型基础设施投资

当前，新一轮科技革命和产业变革加速推进，信息网络技术加速向智能化方向发展，呈现网络互联的移动化、泛在化和信息处理的高速化、智能化，促进创新链、产业链的代际跃升。这些新技术推动的新动能的培育和发展，离不开新型基础设施的超前部署和投资，特别是5G、人工智能、工业互联网、物联网、云计算等基础设施的投资，这些领域投资空间和潜力巨大，需要加大投资力度。

（四）加强传统产业改造升级投资

我国已建立比较完整的产业体系，但“大而不强”问题突出，多数企业仍处于中低端水平，产能过剩与高端供给不足并存。要加快制定传统产业改造升级的指导意见，加大技术改造投入，组织实施新一轮技术改造升级工程，运营互联网、大数据、人工智能等新技术改造传统制造业，促进制造业全产业链、全价值链的信息交叉和智能协作，着力提高高端装备和核心零部件的精度、稳定性、可靠性和使用寿命，进而提高产品的质量和性能，增强制造业国际竞争力。

（五）加强关键核心技术领域投资

我国一些产业领域关键核心技术，特别是芯片、航空发动力、机器人核心部件、储能技术、高端医疗设备、生物制药等受制于人的局面尚未根本改变，具有自主知识产权的关键核心技术有效供给不足，已成为制约我国提升产业链水平的“瓶颈”。这些关键核心技术，往往投入大风险高，企业缺乏投资意愿和能力，需要通过国家和企业合力投入，取得重大突破，从而有效追赶国际先进水平。

（六）避免房地产投资回落幅度过大

完善房地产调控政策对稳定房地产市场、避免房地产投资回落幅度过大有重要意义。面对复杂的房地产市场形势，要尊重规律，因城施策，从短期的行政性调控为主转向更加重视通过市场手段实现调控目标。更加重视因城施策，赋予地方更多调控自主权和灵活性。在坚持既有调控政策取向的前提下，有序退出行政性限价措施。加快建立“人地挂钩”和“房地联动”机制，提高供求矛盾突出的超大、特大和热点城市的商品住房用地供应规模和占比。针对土地流拍增多、企业投资意愿不强等下行态势，以及市场信心脆弱和预期不稳定等问题，要保持房地产调控政策的稳定性，避免房地产投资过度回落。

（七）加强公共服务领域投资

把“稳投资”中与补齐基本公共服务短板、加快基本公共服务均等化结合起来，重点加强义务教育、贫困地区县域医疗卫生服务能力、妇幼健康体系、基本养老体系、社会福利体系、公共就业服务、公共体育设施、公共文化设施、残疾人公共服务体系等建设，加快推进环境保护、生态修复、防灾减灾等设施建设，提高公共服务供给能力和水平。

（八）充分挖掘重点地区投资增长潜力

从区域看，要重点支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区、山东半岛等重点城市群加快推进城际铁路、市域（郊）铁路和综合交通枢纽规划建设，实现互联互通，加大水环境、大气污染治理的投入，推进雄安新区、海南自贸区的骨干路网建设。从省级看，对财政现金流、地方专项债额度、项目储备等方面有条件的省份，要加大支持力度，进一步释放投资潜力。

（九）重构市场主体投资信心

“稳投资”关键是激发市场主体的投资热情。要进一步加大改革力度，确立“竞争中性”原则，完善公平竞争的市场环境。进一步健全以公平为核心的产权制度，营造法治化制度环境，保护民营企业家人身安全和财产安全，增强民营企业信心。通过减税降费，降低增值税税率和养老保险费率等改善投资环境。加快出台政府性基金支持PPP（政府和社会资本合作）项目的相关政策。鼓励民间资本采取特许经营、基础设施

资产证券化等多样化路径和混合所有制、联合投标体等具体方式参与PPP项目。

（十）创新政府投融资模式

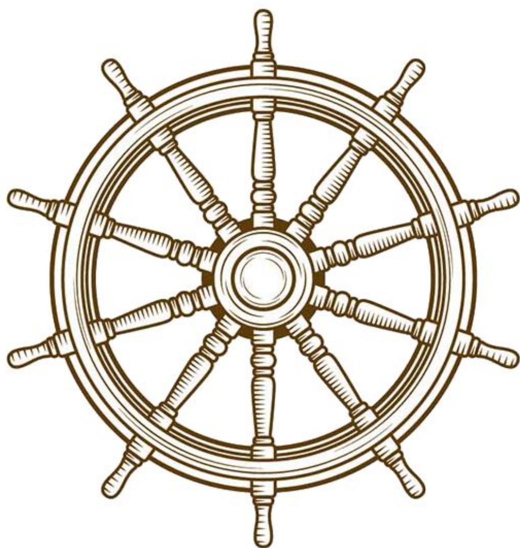
创新政府投融资模式，提高财政资金使用效率，是“稳投资”的重要保障。在严格控制地方隐形担保和隐性债务的条件下，应考虑在划分中央和地方事权的基础上，平衡中央和地方的融资能力和财政支出责任，根据地方财政支出责任设置与其相一致的地方债务融资渠道和额度。允许地方专项债券在单个项目自求平衡的基础上，在交通运输等领域探索整体平衡的债务偿还模式。重新评估现有的各种财政性奖励和补贴资金的实际效果，将效果不明显的资金适当归并并转为财政性投资。减少对竞争性行业的财政性投资支出，将财政资金重点投向战略性和民生性行业。研究发行长期建设国债，保障投资周期长的基础设施项目融资需求。

---

[1] 王一鸣，中国经济50人论坛成员，国务院发展研究中心副主任。

第四章

经济改革与稳预期



供给侧改革与需求侧调控并行不悖

樊纲[1]

一、经济变量是有时间维度的

所谓经济变量的时间维度，是指它是可以短期内就发生变化的，但需要较长的时间才能发生变化并对其他经济变量产生影响。比如，劳动力这个变量，现在说我们劳动力不够了，要通过改变生育政策、鼓励生育以增加人口，这个变量就是一个“慢变量”，因为从现在鼓励生育，即使假定生育意愿存在，也需要至少18年的时间一个婴儿才能长大成人，改变劳动力的数量。体制改革这个变量，不能说完全是慢变量，但在多数情况下，由于各种因素的作用，关于如何改革要经过许多讨论，一项改革还要与其他体制相协调，等等，一般不会是很快的。党的十八届三中全会列出的改革任务，到今天真正完成并见效的并不多。所以，如果是“通过体制改革，稳定预期、稳定投资”，在10年或20年的时间维度中看，是对的。但是如果是通过体制改革稳定2019年的预期与投资，就很难真正实现，因为当2019年结束时，体制可能还没有发生任何改变。

经济变量也有短期就能发生改变的，比如利率。中央银行看到通货膨胀正在升高，立即决定加息，第二天全国金融机构贷款的利率就能提高，货币供给出现收缩。中央政府认为当前的总需求不足，决定通过增加预算支出扩大投资，第二天就可以安排财政部准备项目，下一周资金就可以到位，开始在市场上买东西扩大投资需求。

所以，我们要对经济变量，特别是“政策变量”的时间特征，有清醒的认识。当提出一项政策建议时，需要了解政策实施见效的时间。没有时间概念的政策建议，是无效的政策建议。

通常我们做短期政策建议时，要假定长期变量不变，就是这个道理。当我们实施短期宏观调控政策时，我们要说一句“假定体制不变、资源条件不变，人们的偏好不变……”，这些被假定不变的东西，在长期内都是可以变化的，只是在短期内，它们是很难变化的。

二、供给侧的变量多是长期变量

所谓“供给侧”，指的就是生产活动，就是生产力。经济增长是供给的增长，经济结构的改变或提升是供给结构的改变与提升。发展经济，说到底就是发展生产力，实现经济增长。所以经济学研究中最重要的部分，就是供给侧的问题。

也许正是因为供给就是生产，供给能力就是生产力。提高生产力的各种增长因素，大多数都在时间上具有长期的特征。前文提到增加劳动力，需要十几二十年。搞教育，从建成学校开始，学生从小学到高中毕业，需要12年的时间。大学就需要更长的时间了。资本形成，建一个工厂时间有长有短，一个投资决策做出以后到产品出厂，可能会花费1年时间，在重工业花费2～3年也是可能的。

另一个重要的增长要素是科技进步和科技创新。这是必须经过长期的艰苦努力才能实现的事。一个企业发展进步，接近了技术的前沿，才谈得上有了创新的能力。而且，真正的技术创新，特别是具有革命性的技术创新，在时间上是无法预测的、随机的，不是你能计划和预见的。如果是想在一两年的短时间内通过重大技术革命实现经济增长，这种想法基本是不可靠的。但它可能真的奇迹般地在一年发生了，那也只是机缘巧合，它可能十年后也不发生。你不能制定一个经济政策是把经济增长的宝押在一个小概率事件上。

体制改革是经济增长也就是供给侧生产力提高的一个基本要素。方向正确的体制改革导致资源配置和资源利用的效率提高，从而提高生产力。体制改革加强了对创新和投资的激励，从而促进经济增长。但是体制改革一般是需要时间的。一些重大的制度，可能需要几十年的时间才能改革到位。比如国有企业体制改革，40年前就开始研究、出台政策，40年后仍然不能满意。又比如金融体制改革，中国股票市场改革多年但现在注册制仍然没有确立，对企业直接融资、促进投资增长和效率改进没有起到任何帮助。房地产税讨论了十几年仍然没有出台。房产税最终使“长效机制”这个词有了新的含义，即只有在长期的未来才能起作用的机制。如果指望房产税马上能稳定市场，那房地产市场的泡沫现在可能仍然膨胀。

以上分析的有关供给侧改革的因素，对经济的发展和增长的质量，是最根本、最重要的决定性因素。正因为这些要素十分重要，所以要一刻不停地努力做事，长期坚持改善教育、积累资本、自主创新、体制改

革。因其长期，所以不能讲一次、讲一时，而要年年讲、月月讲、天天讲。否则，这些方面的改进就不会在日积月累中见到实效！

三、短期变量主要在“需求侧”

供给侧也有短期因素，比如去产能、去库存、去杠杆。第二节所论述的生产力形成，是一个长期的过程。包括过剩产能，其形成过程也不可能是短期的，建一个钢铁厂需要两三年的时间。但是，一旦认定它是过剩产能，要把它从物理上除掉、炸掉（或者最简单的，就是废掉、停掉），一个星期甚至一天就可以做到。当然现实中这会涉及人员与体制，并没有那么简单。现实中去产能、去杠杆也会拖一段时间，但是只要所有人同意存在产能过剩和供求再平衡的问题。而且不能在需求侧解决，即不能靠扩大内需来解决，因此要在供给侧通过去掉一部分产能来解决。这时，如何采取行动就是一个短期问题。

短期变量，也就是随时可以改变的经济因素，主要都在需求侧。基本的逻辑在于，需求是人们决定花不花钱和怎么花钱的问题。它不像供给侧，为了满足需求，要花时间建工厂提高技术扩大生产力。有了钱可以花，随时可以花。这就是个短期问题。对政府来说，不仅财政政策变量可以在短期内发生调整（包括政府发债借钱来花），还可以通过调整货币数量，最终扩大信贷规模，让企业和个人有更多的钱来买东西，从而扩大需求。反之亦然。在中国，住房市场需求过旺，政府还可以出台行政手段，在一夜之间削掉一大块需求（使一部分存在着的购买力，无法成为有效的需求）。这些都是对短期变量的调节。

短期变量的作用就在于，它们是可以在短期内实现调整从而可以在短期内就达到政策目标的。假设我们面临地方债务扩大、地方投资太多，从而导致经济过热的风险加大，当前（2019年）就要把这个趋势抑制住，这时怎么办？有人会说我们要用“深化体制改革，改革中央与地方的关系，改革地方财税制度，使地方政府对债务负责”的办法来消除风险。这种办法具有实操性吗？这个目标什么时候能实现？过去70年我们一直饱受中央与地方“一放就乱一收就死”的困扰，一直在不断地修改和调整，再有一二十年改革也许大有成效，但是要在2019年见成效，恐怕可能性是微乎其微的。因此，我们就只能在需求侧用严控地方债务规模的政策（原则上说这并不属于财政政策，而是行政管控），来立即削减投资需求的规模。比如当前出现地方和企业特别是民营企业投资意愿不

足、动力不足的问题，导致经济下滑，甚至出现了2018年投资增速低于GDP增速的不正常情况时，需要采取什么措施。从长期看，根本的解决办法是体制改革，特别是鼓励民营企业长期发展的各种体制。但是由于涉及方方面面，现在加大改革力度，见到效果也要2～3年甚至更长的时间。而我们在当前，也就是2019年，就要稳投资、稳预期，在2019年就有效防止经济下滑过度，不仅是防止浪费资源，而且要防止导致更大幅度的信心不足和投资不足。这时需要采取什么措施？也是只有在体制改革的同时，运用需求侧的财政政策，用扩大政府投资的办法，扩大投资需求，并通过“乘数效应”，拉动市场需求，才能在2019年一定程度上稳预期、稳投资，从而稳住增长的速度。（这里要注意的是，在投资信心不足、投资预期回报率过低的情况下，“流动性陷阱”导致货币政策失灵，只能更多依靠财政政策。）

四、需求侧的短期宏观调控政策有利于经济的稳定发展和动态效率的提高

供给侧的各种因素，决定着经济发展的质量和长期经济发展的“潜在生产力”，也决定着资源利用的生产效率和配置效率，因此供给侧结构性改革对于经济长期发展来说是决定性的。但是这并不否定在需求侧对总需求进行短期调节，使之不发生大起大落、大波动，从而不拉动总供给也发生大波动，也是有重要意义的，这个意义就是提高资源期间配置的效率或称为经济的“动态效率”。经济大波动是很“浪费资源”的——经济过热时由于需求过大，人们过度投资，用宝贵资源建成了大量生产能力，事后发现市场需求并不理想，结果这些生产能力就变成了过剩产能，还要用各种方法“去产能”。而且，当市场泡沫破裂，出现经济过度下滑或长期过度低迷时，还会导致一部分本来有用的生产能力和生产资源过度闲置，生产力发挥不出来，这也是一种资源浪费。这都属于资源浪费、动态效率不高的情况。因此，需要在需求侧采取“宏观调控”政策，在经济趋于过热的时候采取紧缩性政策抑制总需求，在经济过冷的时候采取扩张性的宏观政策扩大总需求，以达到“熨平”经济波动、充分实现但又不过度消耗潜在生产能力的“动态效率”，使经济得以稳定发展。

需求侧的重要性在于，需求的波动导致（拉动）实际总供给也就是经济增长的波动，所以现代宏观经济学的基本逻辑之一是“需求决定

论”，不是说需求决定生产效率和配置效率的高低，而是说需求通过拉动供给的波动而决定动态效率的高低。我们要防止经济出现大波动，就需要从需求侧入手，通过宏观调控和逆周期调节，保持经济的稳定增长。

五、现代市场经济是在“原始市场经济”基础上加进了“宏观调控”的经济体制

目前存在一个误解，由于需求侧的宏观调控是政府操作的政策。因此，进行宏观调控就有悖于市场化改革。这是混淆了现代市场经济体制与“原始市场经济”。

18—19世纪西方的市场经济可以说是“完全自由”的市场经济，只要有了私有制，有了自由定价制度，就有了市场经济。但是这种市场经济发展起来之后，出现了各种问题。于是，从19世纪中叶开始，市场经济制度本身在西方发达国家经历了逐步加入一些新因素的阶段。这些新因素是：第一，针对贫困和两极分化而引入的社会保障制度；第二，针对各种市场“外部性”（当然主要是负的外部性）而建立起来的法律法规，像环境污染这样的外部性都有了一定的法律制度加以处置；第三，针对各行各业信息不对称产生的危害，建立了各种“行业监管”，包括金融监管；第四，针对经济波动，建立了宏观调控制度。第四项新因素的最初形成是在1929年大危机之后的大萧条时期。以1936年凯恩斯《就业、利息与货币通论》出版为标志，形成了现代宏观经济理论的框架。以1933年罗斯福当选美国总统后实行的“新政”为标志，开启了有宏观调控的市场经济的新时代。

尽管在当时的背景下，凯恩斯主义和罗斯福新政都是将扩大内需作为政策的主要内容，但是80年来宏观经济学的发展，宏观调控政策的内涵显然已经不是单方面刺激经济，而是发展为双边的“逆周期调节”，是与企业家“动物精神”和市场周期“对着干”、以“熨平波动”为目的的宏观经济管理机制。

发达的市场经济国家运用宏观调控政策不遗余力。美国运用逆周期调节，从大萧条结束到2008年以前的70年左右的时间里，没有发生大的危机和经济波动。20世纪80年代为了抑制通货膨胀，美国不惜大幅度提高利率。2008年美国金融危机和欧洲债务危机爆发后，美国运用一切宽松宏观经济政策托住经济，欧洲则长期实行负利率的宽松货币政策至今还没有退出。日本在20世纪90年代初泡沫破裂后，一方面表明要进

行“结构性改革”（所谓的“第三支箭”），但另一方面，政府债务与GDP的比例到了250%，仍在实行“超宽松”货币政策而没有放松，维持着经济不再下跌。这些政策本身当然也可能有各种各样的“后遗症”，但其积极作用，也是可以计量的。

六、我国历史上逆周期调控对稳定经济增长起到过积极的作用

对于发展中国家来说，特别是处在高速增长时期的发展中国家来说，宏观经济调控的首要任务是防止过热，而不是扩大需求。一切经济波动的起因都是因为出现了过热，泡沫破裂导致产能过剩和债务率过高，引起经济下滑。而在一个高速增长时期，就特别容易产生过热。我国在20世纪90年代初期出现了过热，及时在需求侧采取了紧缩银根的政策，防止形成大泡沫，才使经济在1995—2002年实现了软着陆，没有出现危机和衰退。2005—2007年经济再次进入高速增长时期，政府采取了一系列紧缩性宏观调控政策，抑制投资过度，才避免了大的泡沫。2008年进一步加大力度，使GDP的增速从14%一度下调至6%，实现了一次成功的自我调整。如果不是2008年底世界金融危机爆发，我们或许可以在自我调整的基础上进入一个比较平稳的发展时期。

七、“失控”不是“调控”：2009年放开地方“平台贷款”是导致失控和过热主要原因

2008年经济危机爆发后，20国集团峰会各国同意采取宏观调控措施稳定经济。我国政府面对“断崖式下滑”的对外贸易，也采取了“刺激性”的宏观调控措施。但是这次刺激政策本身似乎引发了一次投资过热，导致了产生更多过剩产能。时至今日，这次刺激政策的标志性量化名称为“四万亿元”。“四万亿元”是指当时公布的政府四万亿元的财政刺激政策。许多人将这次刺激政策称为“大水漫灌”，以此来形容大量政府支出导致的宏观经济失衡。

但是在这里，我们首先要纠正几个被错误使用的概念，并由此分析一下当时究竟发生了什么。

第一点，什么是刺激政策，以及什么是财政刺激政策。当时中国政

府宣布的财政刺激政策总量，是四万亿元的投资与支出项目。但是首先，这四万亿元是两年政府计划进行投资的总支出，平均每年只有两万亿元。把两年的计划支出放在一起说，气势更大，更能起到“提振信心”的作用，值得称道。但是严肃的经济分析就不能说四万亿元，而应该说一年两万亿元。

第二点，更重要的是，在这一年两万亿元的支出中，真正的刺激政策并不多。在财政政策的意义上，什么是“刺激政策”？其定义应该是“无中生有的需求”，也就是要通过增加财政赤字、政府债务而产生的“额外需求”。按照这个定义，那两万亿元中，绝大多数只是“转移支付”，属于政府由日常税收收入支撑的投资支出，是政府本来就要做的事，而不是新增加的由债务支撑的“额外”支出。当然债务也不是完全没有。当年中央政府财政赤字从平常的GDP的1.9%（上一年的比例，这里我们将其视为在不采取刺激政策情况下，政府还债付息增加支出不可避免会发生的“日常的”赤字额度），上升到了2.6%，也就是增加了0.7个百分点。这在当时相当于不到2 500亿元的债务。把日常的转移支付也都算作刺激政策，数字就增长了近9倍，这也有利于提振信心，也是一个很好的宣传，无可厚非。但是，严肃的经济分析，就不能把两者混为一谈。

那么，这么小的刺激政策，怎么就形成了现实中的“大水漫灌”了呢，难道政府就没有责任吗？

第三点，我们上面说的，只是中央政府预算的赤字，也就是由中央政府债务支撑的投资支出，不包括地方政府债务及其支出！

1993年我国通过了《预算法》，明文规定地方政府不得借钱花，既不许从银行贷款，也不得向公众发债。从那之后地方政府债务明显减少，但还是有一些拐个弯的借款，即通过地方融资平台（国有企业，城投公司等）从银行以企业的名义发生的债务。不过在相当长的时间里，对这种借债一直还是有限制和控制的。从1993年到2008年底，银行系统中这类贷款的余额一共有1万亿元。而在2009年，为了尽快扩大内需，中央银行与监管当局制定政策，允许甚至“鼓励”地方政府建立一些平台机构，扩大融资增加项目。结果，就发生了地方政府借债的严重失控！到年底一算，一年就增加了6万亿元！余额总计达到了7万亿元。这6万亿元相当于当年GDP的17%！这就是“大水漫灌”的真正来源！

地方政府债务也是政府债务。政府的“放开政策”，也属于当时刺激政策的一个组成部分。正是在这个意义上，严肃的经济学分析对这一次刺激政策的量化指标就不应该是4万亿元，而应该是6万亿元（加上中央

政府的2万亿元）！

然而，从上面的分析我们也可以看到，中央政府“放开了”地方政府借债，却并没有对地方债务做出定量的计划或规定，当时甚至没有在政府投资总计划中将其包含进去，并进行量化估值。因此，严格地说，这属于一种带有很大盲目性的政策安排，是“失控”，而不是建立在科学分析基础上的“调控”。

八、结论与教训

从以上的一系列分析中，我们可以得出以下的一些结论。

第一，供给侧结构性改革，特别是对那些长期增长要素的改进，关系到一个经济体能不能持续增长、高质量增长，这是最根本性的问题。因此要时刻抓住不放，当作政府工作的头等大事。而与此同时，在需求侧进行适当的宏观调控，也是必要的。它可以保证经济平稳发展，少一些大波动，减少动态损失。

第二，宏观调控政策的力度或数量的计算，既要包括中央政府的赤字与支出，也要包括地方政府的新增债务，无论是公债收入还是银行贷款。通过各种渠道借的钱，也都要纳入统计，才能把问题说清楚。不能总是稀里糊涂地算账，却不知道问题出在什么地方！中国这样一个单一制的大国，不包括地方政府债务变化的宏观调控政策，不是一个科学的政策，是缺乏起码的理论与科学依据！

第三，中央政府的宏观调控政策，本身就要包括对地方政府债务（总额）的控制。地方政府的利益在于发展地方经济，客观上它们不对宏观经济表现负责。全国的就业与通货膨胀，不是地方政府关心的问题，它们无法起到稳定宏观经济的作用。而在中国这样一个单一制国家，地方政府债务的最终还款人其实还是中央政府（或者说，是“全民”）。因此，中央政府负起宏观调控责任的含义之一，就是要在债务问题上控制地方债务的增长。现在修订后的《预算法》已经以法律形式明确了这一关系，今后要认真依法办事。

第四，无论情况有没有“失控”，在计算财政政策的“力度”时，都需要将地方政府的借债与支出计算在内。过去我们所说的“政府赤字”，只计算中央政府的债务，而没有包括地方政府事实上的负债，这是非常容易导致政策失误的。地方政府债务无法列入正式的统计体系，有许多属

于隐形债务，这些实际上说明我们的财政金融体系还存在着重大的缺陷。《预算法》的修订，为财政金融体系的改革奠定了基础，我们应该从现在起就计算每年的政府赤字总额，把地方政府的当年新增债务包括进来，并以此为依据计算财政政策的力度，谨防失误！

只有做到了以上各点，我们才能有科学的、适当的、有度的、节制的宏观调控政策。任何政策当然都是要有一个度。不经过科学分析和定量计算的政策，都属于盲目性。但反过来，也不能因为过去出现过“大水漫灌”式的盲目性，就否定中央政府应该严肃地、科学地和及时地担负起宏观调控的职责，制定科学的、必要的宏观调控政策，要保持经济的稳定发展，不出现过热，也不出现“过度低迷”！

---

[1] 樊纲，中国经济50人论坛学术委员会成员，中国经济体制改革研究会副会长，国民经济研究所所长，中国（深圳）综合开发研究院院长。

稳预期与平等保护产权

魏杰[1]

稳预期实际上就是稳信心，在社会各个阶层对经济增长都没有信心的条件下，经济就丧失了活力，经济增长就无从谈起，因而稳预期是极为重要的。如何稳预期？从我国目前的状况来看，稳预期要注重两种情况：首先，经过40余年的改革，人们已经从无产者变为了有产者，有产者最担心的一件事是自身的财富安全，因而财富安全涉及人们的预期，甚至与预期成正比，财富越安全，预期越好；其次，经过40余年的改革，民营经济发展迅速，民营经济对经济增长、税收、就业的贡献分别达到50%、60%、80%，民营经济发展的最基本要求是自身的财富安全，如果财富受到不公正的侵害，民营经济的预期就会很差。上述这两种情况表明，我国目前稳预期的关键，是要保护人们的财富安全。如何保护人们的财富安全？保护人们财富安全的制度设计，就是保护产权，也就是平等保护产权。因此，稳预期的核心问题是平等保护各类产权。

同时，市场经济的重要内容是保护产权，没有产权保护就谈不上市场经济。大家知道，中国经济治理目前面临着对效率与公平的双重挑战。一方面，2016年以来中国经济的下行压力不断加大，政府刺激政策的作用不断减弱、时效愈发缩短，经济增长需要内生动力但仍步履蹒跚。另一方面，社会公平的矛盾持续积累，大量违背社会公平的现象长期未能得到纠正，新的不公平矛盾又不断涌出，而人民群众的公平意识、民主意识、权利意识不断增强，对社会不公平问题反映越来越强烈。效率与公平的双重压力造成当前中国经济的治理困境：治理政策已不能再简单地牺牲公平换取效率，或是牺牲效率换取公平。破解这一困局需要全面深化改革，其目标就是要在提升效率的基础上实现发展成果的公平分配，让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流，让发展成果更多、更公平地惠及全体人民，推动经济更有效率、更加公平、更可持续地发展。如何才能在全面深化改革中统一效率与公平？回答这一问题的关键在于认清造成当前治理困境的内在根源。我们认为，当下中国经济的效率与公平之所以遭受严重威胁，是因为产权未能得到有效保护。因此，我们应在全面

深化改革的顶层设计中更加强调保护产权。这是统一效率与公平的核心点，也是稳预期的核心点。

一、有效保护产权与提升效率

经济增长的要素有四个，即劳动、物质资本、人力资本与技术。提升效率，就是要充分发挥这四大要素的作用。而中国当前出现的劳动激励不足、物质资本低质、人力资本流失、技术发展滞后等严重问题的深层次原因，就在于产权缺乏有效保护。因此，提升效率、实现中国经济转型升级，关键是进一步保护产权。

第一，有效保护产权是消除福利主义与民粹主义社会影响的前提，能够形成崇尚劳动的社会风气。

无论是简单劳动还是复杂劳动，无论是生产劳动还是管理劳动，无论是常规劳动还是创新劳动，劳动始终是我们产出经济成果的根本路径。激励个人劳动的，是通过劳动能够获得消费品以增加自身福利。但问题在于，获取消费品的途径却不仅有劳动。相较于耗费体力与脑力的劳动，另一种获取消费品的方式却要轻巧得多，那就是侵占他人劳动成果的分利行为。这在当代中国表现为福利主义与民粹主义。福利主义者坐等政府补贴，但政府财政收入不是凭空得来的，其占用的是劳动者缴纳的那些税收。民粹主义者以穷为荣，试图以“劫富济贫”实现自身富有，其实质是借“革命”之誉而行“动乱”之实。这两种思想产生的根源，就是无视他人产权，缺乏产权保护的自觉意识。一些靠自身勤奋努力而致富的人曾形象地说，只有好吃懒做的“二流子”才会忽视产权，在产权上实行无“政府主义”。或许有人会争辩，当前存在一些地方政府通过侵犯个人产权获取财富的情况，存在一些富人违背法律聚敛钱财的事实，“赖”政府的钱、“劫”富人的钱是将百姓的劳动成果归还百姓。这种想法是极端错误的！上述问题绝不是实行福利主义与民粹主义的理由！其产生恰恰源于少数官员与富人对大众产权的侵犯！想要政府收入合理、使之充分用之于民，想要保证致富者均源自勤劳努力，只能依靠有效保护产权。保护产权是经济制度的范畴，是形成勤劳致富社会意识的重要制度保障。这种制度一旦形成，有助于修正那种不依靠自身勤奋努力而试图侵占别人产权以实现富有的不健康思想，有助于形成崇尚劳动的良好社会风气。

第二，有效保护产权是践行“两个毫不动摇”的制度基础，能够增进

物质资本积累的质量。

虽然新古典增长模型预测，长期经济增长中人均物质资本最终会收敛到稳态值，但在中国的工业化与城镇化尚未完成的当下，物质资本积累仍是吸引农村劳动力转移、促进经济转型升级的物质支撑。当前中国经济面临的问题不在于是否积累物质资本，而在于如何增进物质资本积累的质量，让累积的资本更少消耗资源、更多产出商品、更能满足需要。这要求进一步松绑民营经济，进一步改革国有企业，让各类产权形态成为平等的投资主体，在市场竞争中彼此促进、优势互补、共同发展。因此，我们必须毫不动摇地坚持和发展公有经济，毫不动摇地坚持和发展非公有经济。“两个毫不动摇”决定中国经济成为混合经济体制：在宏观结构上，国民经济中既有公有经济，又有非公有经济，共同推动经济持续发展；在微观结构上，企业中既有公有产权，也有非公有产权，共同促进企业经营活动。不同产权在宏观结构与微观结构中的竞争与融合，以及这种竞争与融合所引发的产权边界界定，让平等保护产权成为社会经济生活的核心问题。因此，中国特色社会主义基本经济制度在坚持“两个毫不动摇”时，就应该把平等地保护各类所有制产权作为根本原则。从这一点上讲，有效保护产权是中国特色社会主义基本经济制度的重要构成部分，是中国特色社会主义基本经济制度的应有之义。

第三，有效保护产权是消弭移民潮与维护社会稳定的关键，能够保障人力资本的长久累积。

人力资本是中华民族伟大复兴的关键支撑。历史上的大国崛起总是与人力资本的积累息息相关。例如，英国在18世纪确立霸权，很大程度上归功于因欧洲大陆的种族与宗教迫害而流入的人才。再如，第二次世界大战后美国霸权确立，也在很大程度上得益于因纳粹迫害和欧陆战争而涌进的科学与人文学者。践行中国梦迫切需要第三次世界人才大转移，但中国当前却出现了规模巨大而又隐蔽晦暗的移民潮。移民者大多是财产所有者。由于拥有知识、技术与企业家精神能更容易获得财产，这些移民者也多是人力资本所有者。他们为什么要积极移民？其最主要的原因，并非像一些学者认识的那样是为享受发达国家的社会福利，而是担心自己的产权不能在国内得到有效保护。这种非正常移民的后果非常可怕，它造成了物质资本与人力资本的双重流失，同时也动摇了社会的稳定，而社会的不稳定又将进一步削弱物质与人力资本的投资意愿。所以，有产者最害怕社会动荡，也最需要稳定。在中国，维护稳定的主要社会基础就是那些在40余年改革开放中受益而积累起自身财富的人，

只有保护他们的合法产权，他们才会成为社会稳定的中坚力量。因此，践行中国梦，社会主义基本经济制度就不可能一成不变，就必然随经济发展和社会变革而不断调整和完善。在当前，社会主义基本经济制度应更加注重保护产权，尤其是放松对私人产权的限制。我们必须认识到，经过40余年的改革开放和经济发展，人民群众普遍希望拥有自己的财产，他们很大一部分已经成为有产者，人们越来越注重对自身产权的保护。保护自身产权已是民意所向。社会主义基本经济制度应充分反映和体现这种迫切愿望。

第四，有效保护产权是破除“山寨风气”的根本举措，能够推动技术的持续进步。

作为人类社会发展的动力之源，技术的持续进步有赖于四大基础的支撑，即知识产权保护的法律基础、研发投资的物质基础、技术市场的组织基础与研发人员的人才基础。其中，知识产权保护是其他三项基础赖以实现的前提。但长期以来，由于对知识产权的实质性保护不理想，一出现某款新产品，其他企业便以更加低廉的价格“山寨”。表面上，“山寨”商家获得利润，技术实现扩散，消费者得到实惠。但实质上，“山寨”破坏了技术进步的根基，自主创新的激励严重不足，跟风、模仿、剽窃却蔚然成风，最终侵害消费者的长远利益。第一，缺乏产权保护，“山寨风气”会损害技术研发投入，滞缓技术创新。技术创新是技术进步的源头，但技术创新面临巨大的不确定性，需要不断试错与积累，成本高昂。“山寨”无须创新成本，这是“山寨”商品价格低廉的根本原因。创新企业通过研发投入发明新技术，是为了获取超额利润。没有知识产权的有效保护，利润就将会被“山寨”商家侵蚀。因此，如果谁都可以“山寨”别人的技术创新，企业必然不会下大力气投资研发，而是琢磨如何“山寨”别人的新技术，技术进步就成了无源之水。第二，缺乏产权保护，“山寨”风气会破坏技术市场运行，限制技术扩散。表面上，“山寨”能够更快普及新技术，并通过避免企业“重复性”创新而节约社会成本。但实际上，通过市场传播技术比“山寨”更有效率。一方面，在保护知识产权的情况下，新技术可以在技术市场中流动组合。最为需要也就是最能有效利用该项技术的企业，最有动力向原创企业引入该技术，支付创新成本的价格也最高，从而实现技术资源最优配置。另一方面，一些高精尖产品的技术集成，如芯片、高铁、飞机，无法通过低水平重复的“山寨”来实现，只能依靠市场交易完成各项技术的组合。而如果没有知识产权的清晰界定与有效保护，如果允许“山寨”广泛存在，就不可能存在技术市场。第三，缺乏产权保护，“山寨”风气会弱化研发人员激

励，阻碍知识创新与传播。知识产权保护不是设立“秘方”，不是要阻碍知识交流与发展，而是要禁止未经授权就采用这些知识去生产商品。如果知识产权得不到有效保护，即便产权是归企业而非研发者个人所有，作为其引致需求的研发人员也难以获得相应的激励，从而难以实现人力资本与物质资本的有效结合。而新知识的创造者也就更不愿意知识被分享与传播，这不利于知识创新正外部性的溢出。

二、有效保护产权与促进公平

中国社会不公平问题的日益突出，主要表现在收入差距拉大、国有资产流失、征迁恶案频发、储蓄资产贬值、民企发展受困、黑恶势力膨胀、贪污腐败蔓延、集资乱象加剧、特权侵犯人权等各方面。这些问题的症结已不是简单的收入分配，而是财产获取权利、财产积累机会与财产交换规则的不平等。促进社会公平必须要交还百姓私权、转变政府职能、约束公共权力，其关键仍是进一步保护产权。

第一，有效保护产权能够将私权交还个人，实现财产获取权利的平等。

当前中国收入差距过大的一个重要原因是财产获取权利不平等。它导致财产性收入出现极化。一个最典型的例子：在法律上归全体民众所有的赢利能力极强的资产，没有能够惠及民众，反而被个别人通过廉价方式攫取并一夜暴富。而普通居民积累的大量金融资产却未能随着经济增长升值，占金融资产比重最大的储蓄存款甚至贬值，居民的金融财富实际是在向垄断金融部门隐性转移，难以实现富有。实现财产获取权利平等的关键是将私权交还个人，这需要产权得到有效保护。首先，有效保护国有产权，严禁国有经济中的贪腐与国有资产流失，让全体民众享受到国有资产红利。在当前国资委集国有资产监管职能与经营职能于一身的体制下，国有产权的社会职能与赢利职能无法有效区分，从而难以实现对国有产权的有效保护。在这种体制下，国有产权的社会职能，常常成为国有产权实际控制者侵吞国有产权经营收益的掩护与渠道，甚至以此将侵吞国有资产“体制化”“合法化”，从而使全民所有制财产异化成为某个社会阶层的财富来源。应将国有资产经营权从政府系统中分离并上缴国有资产红利，让其所有者即全体人民，能够真正监管全民所有制财产的运营，能够真正享受全民所有制财产的收益。其次，有效保护农村土地产权，防止地方政府与开发商为瓜分利益恶性拆迁，让广大农民

能够切实享受到土地增值收益。这包含两个层面：第一，实化农民作为集体成员对农村土地的所有权，与城市土地的国家所有权相对应，实现同权同利；第二，实化集体所有而由农民承包的土地使用权，与城市土地的居民使用权相对应，实现同权同利。这要求切实遵照宪法，界定政府与农村土地产权的关系。政府征用农村土地，只应用于公益性建设，且给予足够补偿。而用于非公益性建设的农村土地，政府不能再作为交易主体，只能收取相应税收。农民应成为交易主体且自由进入市场，获取绝对地租与级差地租。最后，有效保护居民储蓄资产，打破国有金融体系的市场垄断，让亿万储户享受到经济增长中的储蓄收益。作为经济高速增长的发展中国家，中国应具有高于发达国家的资本收益率。但现实却是，一方面中国居民拥有的庞大储蓄资产的利率极低甚至为负，另一方面有效率的民营企业出现融资难，实际贷款利率极高。保护储蓄资产的关键是金融市场去垄断化，消解国有金融体系的垄断利润，让居民的储蓄供给与企业的投资需求有效结合。

第二，有效保护产权能够纠正政府职能错位，实现财产积累机会的平等。

不同产权性质的财产应在市场中平等竞争，由劳动生产率最高的一方实现财产的累积。但现实中，民营经济难以获得与公有制经济平等的资源使用和市场进入条件，造成市场竞争的机会不均等。例如：在政治地位上，政府领导对视察民营企业，常常避而远之；在资金筹集上，国有银行对民营企业贷款，常常苛刻刁难；在法律执行上，税务部门对民营企业收税，常常粗暴任意；在投资经营上，投资审核部门对民营企业投资，常常阻滞干涉。而市场竞争中私人产权与公有产权机会不平等的根源在于，政府总是试图经营产权却并没有把重心放在保护产权上。这是中国当前难以厘清国家与市场、政府与企业、监管与经营、宏观与微观等诸多社会经济关系的最主要原因。政府经营产权的结果只能是政资不分与政企不分，从而导致在产权上由政府经营与非政府经营的经济主体无法实现平等经营、平等竞争、平等发展，对各种所有制产权平等保护实际上就成了一句空话。财产积累机会的不平等会衍生出一系列的社会不公平问题。在政府经营公有产权越位而保护私人产权缺位的条件下，有的民营企业为保护自身财产，不得不依靠非政府力量，结果助长黑恶势力，甚至会形成“黑社会”存在的温床；有的民营企业为获取投资项目，不得不对政府中的一些人行贿，结果贪腐问题日益严重；有的民营企业为筹集发展资金，不得不搞社会集资，结果产生信用与债务乱象。可以说，黑恶势力、贪污腐败、集资混乱等负面社会现象的产生，

从经济制度层面上讲，很大程度上是因为产权未能得到有效保护。而要实现有效保护产权，尤其是平等保护私人产权与公有产权，政府就必须从竞争性经营活动中退出。这其实就是要求彻底转变政府职能，从而倒逼政府体制改革，真正建立起服务型政府。

第三，有效保护产权能够让公众约束公权，实现财产交换规则的平等。

保护产权延伸到政治层面就是保护人权。人权面前人人平等，这是人类现代社会最核心的价值观。但我国目前公众积怨较多的一个重要问题是现实中特权的普遍存在，人权往往被特权侵犯。这一问题的经济根源就在于现实中财产等价交换的规则极易受到破坏。我们知道，财产交换所体现的不只是物与物的关系，也不局限在人与物的关系，而是体现了承载于物中的人与人交往的权利关系。其实，人权的一项基础性内容就是财产权。人人平等参与、平等发展的权利，经济内涵就是获取财产权利与积累财产机会的平等，而这又以财产交换规则的平等为前提。可以说，不保障财产的等价交换，就难以奢谈保护人的权利，也就无法实现人与人的平等。那么，谁在侵害财产的等价交换规则呢？当前，虽然存在私人与私人之间的财产侵害问题，但财产等价交换面临的最大问题仍是公共权力对私人产权的侵害。在中国，公共权力高于私人权力、公共权力可以随意侵犯私人产权的社会意识根深蒂固，政府的权力缺乏实际制约。这就导致公权的实际执行者，以及他们的“俘获”者，具备侵犯他人产权以增加自身利益的特殊权力。也就是，扭曲财产在市场中的交换规则是不等价交换。因此，保障财产等价交换，关键是要实现权力制衡，由公众约束公共权力。我们应卸下一些无谓的“包袱”，公众对公共权力的约束不是西方资本主义的特有产物，而是中国共产党自身的追求目标。早在延安时期，我们党就强调，跳出盛衰治乱的关键是让人民来监督政府。公众约束公有权力的根本举措就是要有效保护私人产权，使其不受公共权力侵犯。这包括三点：第一，实现司法权独立于行政权；第二，由于财产权属于司法权，行政权不能干涉私人财产；第三，司法权自身对私人产权的干预也要求法庭授权。

三、如何在全面深化改革中有效保护产权

当前的全面深化改革并不复杂，强调核心的一点就可以：有效保护产权。产权一旦得到有效保护，资源价格及要素价格自然在市场博弈中

走向市场化，利率市场化和汇价市场化自然就能推进，市场决定资源配置也就得以实现。产权一旦得到有效保护，人们自然就会勤劳实干，注重长期投资，而不是相互欺诈恶斗、沉迷短期投机。产权一旦得到有效保护，企业家队伍自然形成，人力资本自然回流聚集，企业家队伍壮大与人力资本累积是同保护产权的状况成正比的。产权一旦得到有效保护，企业自然投资于技术创新，人才自然致力于创新技术，创新驱动战略就能够实现。产权一旦得到有效保护，财产分配机制自然趋向公平公正，交易双方的利益自然实现共享双赢，人与人之间就能够实现平等包容。产权一旦得到有效保护，政府行为自然会受到约束，政府与市场、政府与企业的权力边界自然会得到清晰界定，转变政府职能、改革政府体制也就能够实现。因此，改革能否完成最深层次的制度保障，统一效率与公平，就在于能否有效保护产权。

那么，怎么样才能做到有效保护产权呢？有两大要点：首先，建立新的公众意识；其次，改革旧的法律体系。

第一，建立新的公共意识。汇聚尊重产权尤其是私人产权的公共意识，是让产权得到有效保护的思想基础。

改革开放以来，中国公众的产权意识逐步形成但极为混乱。一方面，由于外来的理念冲击与蓬勃的市场大潮，获取自身财富、保护自身产权已经成为广大百姓的共同愿望。另一方面，由于长期的理论宣传和分化的贫富差距，仇恨他人财富、轻视他人产权也日渐成为普遍的大众心理。公众意识的混乱源于理论的纷争与缺失。新古典经济学赋予了公众追求自身财富的合理性，但仅立足代表性消费者与厂商的一般均衡模型，未能探讨产权的作用机制，也未能预见产权分配不平等的社会后果，无法深刻解释当前中国社会中的各种矛盾。对马克思经济学的传统理解，虽能正确认识到产权分配的根本性意义，深刻洞察财产被少数人占有导致的社会矛盾，却只会得出私人产权必然导致两极分化从而与共同富裕相违背的结论。官方意识形态力图运用“主体论”统合前两种思想，既肯定私人产权能够通过个人利益激发效率，从而不断强调提升私人产权地位、释放私人产权活力，却又仍然坚持只有公有产权才能推进社会公平，从而公有产权的主体地位不可动摇。但如此一来，保护私人产权就矮化为促增长、增就业、取税收的手段，就局限为阶段性任务，剥夺私人产权仍然是最高的社会理想，民营企业就如同豢养的待宰肥羊。上述理论各有长短、相互僵持，撕裂纷乱公众意识。如果认为自私自利是天经地义，私有财产是源于剥削，那么产生如下的社会心理也就

不足为奇：他人财产被剥夺是不必给予同情的，甚至只有剥夺他人财富才能富有自身。这将无法产生有利于私人产权保护的意识形态，也就无法真正实现有效保护产权。

建立尊重私人产权的公共意识，必须从传统的意识形态束缚中解放思想，必须在全面理解马克思经典理论的基础上进行理论创新。事实上，保护产权尤其是私人产权与共同富裕并不矛盾。马克思深刻洞察产权平等的根本重要性，但平等产权并不意味着只能通过消灭私有制实现财产的共同占有。马克思其实区分了两种私有制：第一种私有制是劳动者与生产资料的直接结合，称为小生产者私有制；第二种私有制是同广大无产者相对立的生产资料少数人占有，称为资本主义私有制。其中，第一种私有制是实现自由与个性的前提，却无法与社会化大生产兼容，最终被第二种私有制取代；第二种私有制创造出巨大的生产力，但导致产权分配的不平等，最终将因矛盾的累积而被“炸毁”。马克思号召的“消灭私有制”，是要消灭第二种私有制，在生产资料共同占有的基础上重建个人所有制。因此，违背共同富裕的并非私有制一般，而是一种私有制特殊，即广大劳动者转化为劳动力商品与生产资料少数人占有的严格对立。中国当前保护产权，尤其是私人产权，不是要形成第二种私有制，而是要在社会化大生产中重建第一种私有制。我们应当承认这是可行的。一方面，大生产并不必然取代小生产。市场环境复杂多变，企业管理与计划存在成本，且生产规模越大成本上升越快。因此，每一轮新市场的发现、发明新技术，更多源自灵活多变的小企业。另一方面，保护私人产权并不会必然出现资本与劳动的对立格局。通过实现财产获取权利的平等、财产积累机会的平等与财产交换规则的平等，生产资料的分布聚合将由个人努力程度，即劳动决定。因此，不讲前提地说私人产权是罪恶之源、公有产权道德至上是错误的，任何形式的合法产权都是阳光的、应该被尊重的。随着真正形成科学的产权理论，在保护自身产权的同时尊重他人产权就会成为一种公众意识。

第二，改革旧的法律体系，全面并平等地保护各类产权尤其是私人产权，是让产权得到有效保护的制度基础。

产权就其形态来讲，包括物质产权（资源、土地、货币资本、设备及各种生产资料等）、知识产权、劳动产权（个人对自身劳动的所有与支配）；就其功能来讲，包括占有权、使用权、收益权、处分权。有效保护产权就必须全方位地保护产权的各个形态与各项功能。但长期以来，我们对产权的保护，重有形的产权，轻无形的产权；在物质产权的

保护中，重人为创造物的产权，轻自然馈赠的资源、土地等产权；在土地产权，尤其是农村集体土地产权的保护中，重占有权与使用权，轻收益权与处分权。这样的产权保护是极不完备的，难以发挥产权的应有作用。党的十八届三中全会通过的《全面深化改革若干问题的决定》（下文简称《决定》），明确要求加强知识文化、自然资源、农村土地三个方面的产权保护。当前在推进对产权全面保护上，就是要将《决定》落到法律体系改革的实处。

产权就其所有者来讲，包括国有产权、自然人产权、共有产权、法人产权、社团产权、社区产权等。有效保护产权就必须彻底平等地保护各种所有制属性的产权，并将这一原则贯穿于从宪法到刑法和民法的整个法律体系上。但长期以来，我们重公有产权保护而轻私人产权保护，公有产权与私人产权不平等是我国现行法律体系的重大缺陷。宪法是根本法，规定了国家的根本制度和根本任务，宪法领域的不平等必然会影响到刑法、民法等整个法律体系的各个方面。因此，当前最核心也最紧迫的是在宪法领域破除所有制歧视，平等保护公有产权与私人产权。在前文的论述中我们已经知道，这样做并不与共同富裕相矛盾，亦不与社会主义意识形态相背离。习近平总书记在对《决定》的说明中也明确，“改革开放以来，我国所有制结构逐步调整，公有制经济和非公有制经济在发展经济、促进就业等方面的比重不断变化，增强了经济社会发展活力”。我们完全没有必要再在宪法中强调某一种所有制必须居于主体地位，也没有必要在让市场起决定性作用的改革新阶段，为了维系特定的所有制结构而干预、束缚，甚至扭曲市场。

其实，改革开放以来我们对宪法曾做过多次修订和完善，一些修订甚至是根本性的。例如，紧随1992年邓小平南方谈话，我们在1993年通过宪法修正案，将宪法第十五条从“国家在社会主义公有制基础上实行计划经济”修改为“国家实行社会主义市场经济”。这一举措在宪政层面上保障了市场经济，极大鼓舞了中国体制改革的深化与经济的高速发展。当前，我们应当也可以在宪法层面进一步释放保护产权的积极信号，也就是对宪法第六条做出修订。模糊掉以公有制为主体这一硬性要求，只强调实现共同富裕的社会主义经济制度属性，提出发展混合经济，让各种经济成分与投资主体平等竞争、相互融合、优势互补、共同发展。

破解目前中国经济治理困境，必须要在全面深化改革中统一效率与公平，其核心点就是有效保护产权。有效保护产权能够形成崇尚劳动的社会风气、增进物质资本质量、累积人力资本、推动技术进步，从而提

升效率。有效保护产权也能够实现财产获取权利的平等、财产积累机会的平等、财产交换规则的平等，从而促进公平。在全面深化改革中有效保护产权需要做到两点。首先，创新理论，正确认识到保护私人产权与共同富裕的逻辑统一，汇聚尊重产权尤其是私人产权的公共意识。其次，改革法律体系，全方位地保护各个形态与各项功能的产权，彻底平等地保护各种所有制属性的产权，尤其在宪法领域破除对私人产权的所有制歧视。

---

[1] 魏杰，中国经济50人论坛成员，清华大学文化经济研究院院长。

实现积极财政政策的完整性

汪同三[1]

2018年底举行的中央经济工作会议，根据当前我国经济社会发展面临的新形势新问题指出，2019年“宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求”，并进一步明确要求“积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”。为了把中央经济工作会议精神落实到政府宏观调控各项工作中，2019年3月5日李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议上的《政府工作报告》中指出，“要正确把握宏观政策取向，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策，加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间，促进经济社会持续健康发展”。李克强总理在《政府工作报告》中阐述政府工作的首要任务时更进一步明确而具体地指出，“积极的财政政策要加力提效……实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。抓好年初出台的小微企业普惠性减税政策落实。这次减税，着眼‘放水养鱼’、增强发展后劲并考虑财政可持续性，是减轻企业负担、激发市场活力的重大举措；是完善税制、优化收入分配格局的重要改革；是宏观政策支持稳增长、保就业、调结构的重大抉择”。

从中央经济工作会议和《政府工作报告》释放的信息可以看出，2019年我国宏观经济工作中关于财政政策的方针导向是：第一，为确保经济运行在合理区间，实现经济社会持续健康发展，必须继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。第二，在已经施行多年的基础上，2019年的实施要加力提效，发挥更重要的作用。第三，2019年积极的财政政策的首要措施是实施更大规模的减税降费，方式是普惠性减税与结构性减税并举，重点是降低制造业和小微企业税收负担。毫无疑问，2019年

宏观调控工作的重点之一是要继续实施好积极的财政政策，发挥其应对经济下行压力的积极作用。同时，我们要注意到，任何宏观调控措施在取得预期正面效果的同时，都可能产生不同程度的负面影响，需要我们认真面对。而实现积极的财政政策的完整性，全面落实积极的财政政策，是最大限度发挥其正面作用，同时将可能的负面影响限制在最低程度上的保证。

为什么要继续实施积极的财政政策？正如中央经济工作会议指出的，目前我国“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。这些问题是前进中的问题，既有短期的也有长期的，既有周期性的也有结构性的。要增强忧患意识，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决”。《政府工作报告》也指出，“综合分析国内外形势，2019年我国发展面临的环境更复杂更严峻，可以预料和难以预料的风险挑战更多更大，要做好打硬仗的充分准备”。当前我国宏观经济运行面临的问题，或者说经济下行压力的压力源，来自国外和国内两个方面。

国外的压力主要表现在：世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升。2018年美国对包括我国在内的多方挑起保护主义贸易争端，制造贸易摩擦，大大增加了我国所处外部环境的复杂性和严峻性，这已经是自改革开放以来我国经济运行第三次受外部环境影响而面临下行压力了。第一次是1998年亚洲金融危机对我国宏观经济运行造成冲击，第二次是2008年美国金融危机对我国宏观经济运行造成冲击。这两次国际金融危机爆发时，我国宏观经济状况较之世界其他主要经济体和周边经济体来说相对要好些，宏观经济处于增速较高较稳定的上升期，对我国来讲外部冲击是主要下行压力源。

而2018年以来，我国宏观经济运行的下行压力不仅源自外部环境复杂严峻，而且在内部推进供给侧结构性改革的过程中产生的尚待解决的问题，也是重要的下行压力源。国内经济下行压力加大主要表现在：消费增速减慢，有效投资增长乏力；实体经济困难较多，民营和小微企业融资难、融资贵的问题尚未有效缓解，营商环境与市场主体期待还有差距；自主创新能力不强，关键核心技术短板问题凸显；一些地方财政收支矛盾较大；金融等领域风险隐患依然不少；深度贫困地区脱贫攻坚困难较多；生态保护和污染防治任务仍然繁重。

一方面，我们目前面临着复杂而严峻的矛盾和问题，必须认真对待、妥善解决。另一方面我们又承担着光荣而伟大的使命，2019年是新

中国成立70周年，是全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标的关键之年。因此2019年以及今后一段时期内，在宏观调控工作中，继续实施积极的财政政策，加力提效，就显得更为关键、更加重要。

中央经济工作会议和《政府工作报告》，都把“实施更大规模的减税降费”作为继续实施积极的财政政策的首要措施，这是一个非常重要并且切合我国当前实际的科学判断。首先，从财政政策中各类可行的措施手段来看，减税降费是最直接作用于施策对象、产生政策效果见效最快的宏观调控措施。对消费者税负的降低，等同于直接增加消费者的可支配收入，进而提升居民消费，起到拉动经济的作用。对生产者税负的降低，在间接税环节上，例如增值税减税，可以直接降低企业生产成本，从供给侧推动经济增长，同时还会在最后的消费环节减少最终消费者的负担。在直接税环节上，例如企业所得税减税，可以直接增加企业经营收入，提高企业赢利水平，不仅使企业能够通过技术创新、设备更新等方式提高生产水平和能力，而且能够刺激企业增加投资、扩大生产规模的欲望。因此，减税降费不仅可以在微观层面上最实惠地激励实体经济经营者和从业者，而且能够在宏观层面上最有力地提振自主创新和引导结构调整。其次，我国现行税制中还存在进一步实行减税政策的空间，为实施更大规模的减税降费提供了可操作性。减税空间容量的大小，一方面要看当前税率绝对水平的高低，另一方面还要看政府通过调整财政配置和调动弥补资源保持财政平衡的可能性。当前，调整财政配置主要是减少政府支出，特别是一般性行政支出、“三公”经费和其他可进一步控制的财政支出，以及收回、盘活和使用长期闲置和沉淀的各类政府财政资金。调动弥补资源主要是合理适度增加财政赤字，扩大国债发行，以及增加特定国有金融机构和央企上缴利润等。

从世界经济来看，减税政策是经济低迷时期有关国家刺激经济增长的一项主要政策工具。20世纪60年代，美国为了摆脱经济低迷，当时美国总统肯尼迪启用了减税政策，将企业所得税税率由52%降至48%，个人所得税税率由20%～91%　降至14%～70%。肯尼迪的这一减税政策产生了一定效果，较为有效地促进了美国经济实现复苏。2001年小布什就任美国总统后，为了重振美国经济，又一次实行减税刺激经济的政策，美国议会通过了10年内减税1.35万亿美元的减税法案，对个人所得税税率进行了大幅下调，将最高边际税率由39.6%下调至33%。事实证明，小布什的这一减税政策确实起到了一定效果。到2003年第二季度，美国经济增长率达到了2.4%，经济开始出现持续复苏。奥巴马任美国总统时期，美国面临严重的由次贷危机演化而来的全面金融危机，美国政府同

样采取了减税政策，在2008年和2009年先后通过了总额超过5 000亿美元的减税计划。减税政策以及其他量化宽松政策实施后，美国经济自2010年开始出现持续反弹，对美国走出这次影响严重的金融危机产生了较大作用。近年来美国特朗普政府推出的相当强度的减税政策也被舆论界普遍肯定，是美国经济目前表现较为强势的重要原因。2017年12月，美国参议院通过了税法改革法案，将美国企业所得税税率从35%大幅降至20%。2018年美国的经济增速为2.9%。应该说，这与美国实行的大规模减税和缩减联邦支出等措施不无关系。当前为保持经济的复苏势头，世界各主要经济体，如欧盟、美国和日本等地区和国家，都不同程度进行了减税，试图跟进美国的政策，减税已形成世界宏观经济政策的趋势。

对于美国特朗普政府采取的减税政策也需要进行全面的分析。2018年特朗普开启的美国新一轮减税政策，短期内确实提振了美国经济，使得美国经济增速有所加快，股市屡创新高，但是并未解决美国经济前景的不确定性。由于特朗普的减税政策是以凯恩斯主义刺激理论为基础的，对经济的拉动主要作用于需求侧，而对改善供给侧所必需投资的刺激相对较弱。减税对美国经济的作用主要是短期性的。长期来看，减税对经济的刺激作用将会逐渐减缓减弱，同时还存在恶化财政赤字的风险。特朗普的减税不能从根本上缓解美国的经济结构失衡，而且财政压力导致的政府支出减少更将威胁教育、医疗和科研等能缓解美国社会问题的支出，如果处理不当，会是饮鸩止渴。

当前实施积极的财政政策的发力方向之一是促进投资，特别是基础设施建设投资。其原因在于：第一，内需特别是消费需求是拉动经济增长的主要动力，但归根结底消费是通过实现投资需求来拉动增长的。适度稳定的投资增长是保持经济平稳健康发展的关键。马克思主义经济学的再生产理论告诉我们，要实现扩大再生产，必须增加新的投资。我们当然应该通过扩大消费需求拉动经济增长，但不容忽视的是，消费是通过导致投资来实现扩大再生产的，不能导致投资的消费只能实现简单再生产，只有能够导致投资的消费才能真正实现扩大再生产。或者说，只有足够的投资需求才能实现社会扩大再生产，实现经济社会的有效发展。第二，高质量发展的一个标志是，由投资（I）产生的投资收益（R）占产出（Y）的比重（R/Y）的提高，即实现投资效益的提高。而投资收益占产出的比重（R/Y）等于投资资本收益率(R/I)与投资率(I/Y)的乘积($R/Y=R/I\times I/Y$)，其中，投资率(I/Y)是在宏观层面实现的，而投资资本收益率(R/I)是由企业或生产者在微观层面实现。我国目前的投

资资本收益率仅为3%左右，远低于发达国家水平，亟待提高。对生产者或企业的减税能够明显有助于提高微观层面的投资资本收益率，进而在宏观层面提高投资收益占产出的比重，推动实现经济的高质量发展。第三，面对当前复杂严峻的国内外形势，中央提出六个“稳”的要求。“稳投资”是关键之一。“稳投资”的重点是激发社会投资、保持投资增长、优化投资结构、提高投资效益。当前供给侧结构性改革进入新阶段，面临的新形势、新问题要求我们更加认真地做好保持投资稳定增长的工作。

2018年有三个国民经济统计数字值得关注：第一个数字是GDP增长6.6%，第二个数字是全社会固定资产投资增长5.9%，第三个数字是基础设施投资增长3.8%。这三个数字告诉我们：第一，全社会固定资产投资增速低于GDP增速0.7个百分点，可以判断投资增长相对不足是当前经济下行的一个主要表现。因此，推动投资增长，适度加快投资增速是克服经济下行压力的重要方面。以减税降费为主要措施的积极的财政政策应该在促进投资方面发挥引导和带动作用。第二，在各类投资中，基础设施投资增速明显滞后于总投资增速，基础设施投资不足是投资增长减速的主要诱因，同时也表明基础设施建设领域存在加强投资以应对下行压力、提升经济增长的较大空间。因此当前把促进投资，特别是基础设施投资，作为实施积极的财政政策的一个发力方向，不仅是必要的而且是可行的。减税降费如何能够落实到促进基础设施投资增长，是我们今后在宏观调控工作实践中需要深入探索实现途径并积累总结经验。

全面落实积极的财政政策是要实现财政政策的完整性。衡量财政政策是否完整的标准是财政收支是否平衡，以及是如何实现平衡的。减税在初期阶段必然会使财政税收减少，直接影响到财政收入。而负责任的政府不仅要考虑减税的必要性，以及减税的具体方案，还需要采取必要措施弥补减税对国家财政的影响，保持财政收支平衡。在减税条件下，常规地保持财政收支平衡的办法有两种：第一种是增加财政赤字，第二种是削减财政支出。一般情况下，增加财政赤字是寅吃卯粮，必须谨慎适度，严格控制。欧盟国家在探索经济一体化过程中，根据实际经验制定的财政赤字率不超过3%的标准是具有一定普遍性意义的。在不严重的特殊情况下，应予遵循。我国长期以来基本遵循了不逾越这一界限的原则，保持了财政状况的稳定。就我国目前的形势来看，更重要的实现财政平衡的指导思想应该是减少相应财政支出，减少除了必须不断提高的、直接关系民生的有关支出之外的财政支出，特别是行政费用支出，同时要坚决防止任何人、任何机构、任何集团搭便车借机扩大行政费用支出。总体上削减财政支出，并不意味着要像西方国家那样同时削减关

系民生的社会（福利）事业的支出，相反还需要大力增加关系民生的社会事业发展的财政支出。有研究表明，高收入经济体在工业化高峰期以后，政府服务（包括社保、教育、健康和社会工作等）支出在GDP中的占比会持续快速提升。目前我国政府服务支出在GDP中的占比还明显低于高收入国家在类似发展阶段的水平。即使在减税条件下，这块政府服务的短板也需要优先填补。

一般意义的扩张性财政政策主要有三项措施来拉动经济：增加财政赤字和政府债务、减税和扩大政府支出。其中第一项要谨慎适度，第二项是主要措施，第三项目前不宜使用。此外，还有一种意见认为，在目前企业杠杆率和家庭杠杆率过高的情况下，可考虑提高政府杠杆率，将高企的企业杠杆率和家庭杠杆率转移过来，以减缓金融风险压力。但是现在不宜这样做，原因有三点：第一，目前我国金融风险压力还没有达到2008年美国次贷危机时需要政府直接出手救助的程度。第二，我国目前积极的财政政策的导向不仅是要减税，而且是要严格控制政府支出。地方政府债务规模较大幅度增加，是指专项债券增加，而非一般性的政府杠杆率增加。第三，政府以提高自身杠杆率的方式承接企业杠杆率和家庭杠杆率，实际上是改变社会的资产负债结构，必须考虑可能对各方面带来的中长期影响。总之，主要通过削减政府支出来实现减税条件下的财政收支平衡，不仅是全面落实积极的财政政策，实现财政政策完整性的必由之路，同时也能够推进行政管理体制改革和财政体制改革的深入发展，取得一箭双雕的积极效果。

全面落实积极的财政政策，实现财政政策的完整性，需要注意四件事：第一，减税必须具有较大的规模性，才能产生明显效果。2018年初预计减税规模可达1.1万亿元，实际减税规模实现了突破。2019年预计减税规模可接近两万亿，应该在实际执行过程中力保两万亿，根据实际情况争取有所突破，实现更大的减税规模。第二，减税效应具有较强的时间递减性，在短期内减税效果表现明显，但是如果减税规模强度不递增，减税效应必然减弱。因此从减税伊始，就需要考虑如何深化财政体制改革，建立税制对经济健康稳定增长的长效机制。第三，减税既是政府行为，又必须通过市场产生效果。因此减税政策的实施必须在市场在配置资源中起决定性作用和发挥好政府作用的框架内进行，使市场和政府既各自充分发挥好自身作用，又积极实现两者的协同发力，使减税实现预期效果，促进经济社会发展。我们一方面要吸取以往的经验教训，减弱和防止减税可能产生的负面影响。另一方面要认真落实竞争中性原则，使减税政策惠及实体经济的各个角落。第四，做好减税与其他财政

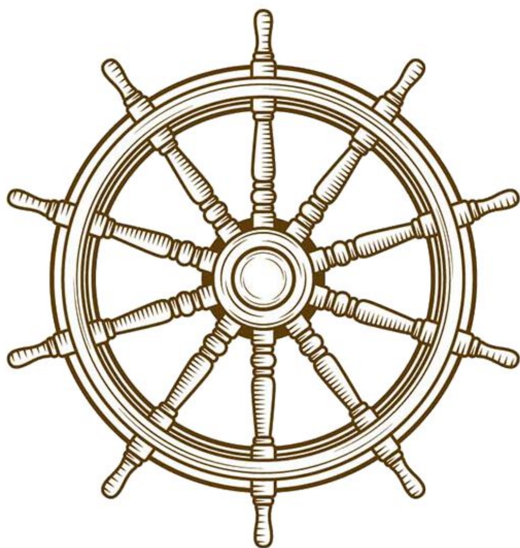
政策的协调配合，做好财政政策与其他宏观调控政策，特别是与稳健的货币政策的协调配合。发挥财政政策和货币政策各自的优势，形成政策合力，提高宏观调控水平，抵御下行压力，确保经济运行在合理区间，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。

---

[1] 汪同三，中国经济50人论坛成员，中国社会科学院学部委员。

第五章

走向高质量发展



实现“六稳”推动经济高质量发展

楼继伟[1]

首先需要关注客观环境。目前，客观环境不是特别有利。我们仍旧处于“三期叠加”阶段。“三期叠加”是2013年提出的，“三期”是指换挡期、阵痛期和消化期。2014年中央又明确，“三期叠加”是一个新常态。党的十八届五中全会研究“十三五”规划的时候，再次强调我们仍旧处于新常态的关键期，这意味着直到2020年，我们将一直处于新常态。近期又进一步叠加了中美贸易摩擦。这方面我们已经看到美国、欧盟和日本三方签订了五个备忘录。实际在很大程度上，我们强调所推行的是中国特色社会主义市场经济，但西方国家针对的就是“中国特色”。如何在国际经贸规则重塑中找到各方的共识是一个难题。这也对我们的经济有一定的压力。

当前，正在进行三大攻坚战，也就是防范化解重大风险、精准脱贫和污染防治攻坚战，这是必须要做的，但都会不同程度地影响经济增长，其中也都有偿还欠账的因素，是对透支和失误的偿还欠账。常年不注重环境保护，现在加大环境污染治理，必然会对经济产生下行压力。在防范化解重大风险方面，金融领域的风险也不能都归咎于“四万亿”。金融体系自身的加杠杆很大程度上是2012年第四次金融工作会议后，提倡综合经营造成的，进而形成了较大的金融风险。脱贫攻坚也是必须做的，但从经济学角度讲几乎没有乘数效应。如果修建地铁，或者在人口密集区建设城际高铁，我们会发现其资源配置的乘数作用十分显著，但脱贫攻坚在这方面的作用有限，而且攻坚任务完成后，为守住成果还要持续投入。总之，多方面的问题叠加，再加上人口老龄化，都会对经济增长带来降速的压力。

怎么能够应对好外部形势呢？实际上是如何实现高质量发展。推进高质量发展，也有利于实现“六稳”。结合当前经济形势和推进供给侧结构性改革的要求，从紧迫性的角度考虑，建议重点关注以下三个方面。

一、推进减税，逐步规范增值税制度

面对当前的经济形势，减轻实体经济负担已经成为社会共识。2018年《政府工作报告》提出“改革完善增值税制度，按照三档并两档的方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率”。2018年底的中央经济工作会议进一步要求实施更大规模的减税降费。作为此轮减税降费的重点，降低增值税应当与规范增值税税制统筹考虑，即无论实行两档或三档增值税，设计何种程度的减税水平，都应着眼于发挥增值税高效无扭曲获得财政收入的属性，体现税收中性，辅之以必要的消费和收入分配政策。从国际经验看，实行两档税率增值税的大多数国家，一般都是标准税率覆盖大部分行业，照顾性低税率只覆盖很少的行业，比如基本食品等。由于实行严格的期末留抵退税制度，标准税率行业都实现了当期完全抵扣，没有税负积压。低税率行业经常销项税小于进项税，不必缴纳增值税，还形成了较多的期末留抵，对其留抵退税，是改善消费政策，实际上形成了对基本食品等的补贴[2]。我国受客观条件限制，营改增时按照各行业税负只减不增的原则，将营业税平移设计增值税，形成了当前三档税率都覆盖比较大的行业面的局面，因此很难实行大行业面的留抵退税补贴。2016年5月1日全面推行营改增，并将不动产纳入抵扣范围实行完全消费型的增值税后，留抵退税的问题越发突出，不仅占用了企业流动资金，而且导致税负传递链条不平滑，形成了税收扭曲。此外，增值税税负易转嫁，企业不过是在每一个增值环节上做税负传递，由最终消费者负担税负，因此通过降低增值税税率减轻实体经济特别是制造业负担的政策效果，很大程度上取决于价格弹性，价格弹性越小，降税效果才会越好。与国际比较看，我国的增值税税率原处于中枢水平，但国际金融危机后，多数国家实施财政整顿，2008年以来OECD有23个成员国至少调增过一次增值税税率，税率总体呈上升态势，平均标准税率由2008年的17.6%提高到2018年的19.2%，我国税率目前已滑落至中枢偏下的位置，比较而言调减税率的空间有限（见图5.1）。

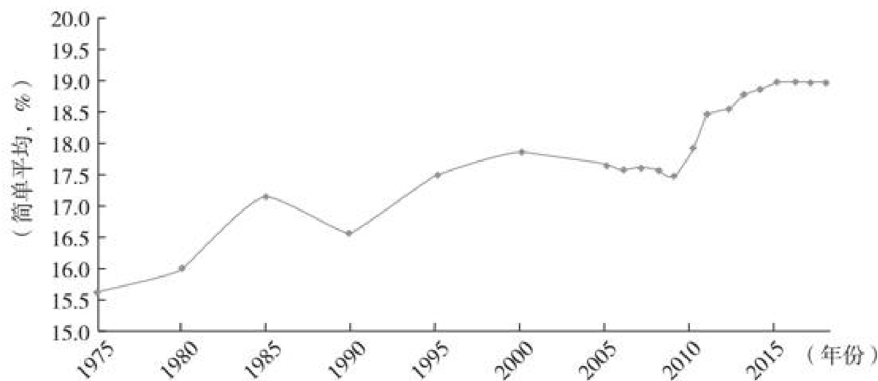


图5.1 OECD国家增值税标准税率变动情况

资料来源：《OECD税收政策改革报告2018》。

建议增值税的调整立足于实现税收中性，控制降率幅度并主要降标准税率，同时扩大标准税率覆盖面，争取多覆盖。此外，实行期末留抵退税制度，对特定的行业通过退税体现消费和收入分配政策，但要严格控制范围并主要体现在生产环节。需要说明的是，实行期末留抵退税制度需要与财政收入形势统筹考虑。前两年财政收入形势比较好，主要是PPI（工业品出厂价格指数）上涨，但目前的走势不容乐观。从2018年9月份开始大宗商品价格震荡下跌，我国在去杠杆过程中，全球股市震荡，美国也到复苏周期的后端，贸易摩擦又在加剧，国际国内不确定性因素增加。因此，比较大的概率是原材料价格会下跌，PPI会下降，2019年1月份PPI涨幅已回落至0.1%，是近29个月的最低点，预计今后一个时期财政收入会比较困难。在此背景下，全面建立期末留抵退税制度难度较大，建议近期主要解决厂房设备等资本投入造成的期末留抵问题，以鼓励投资，减轻制造业负担。对于因税率级差形成的进销项差额留抵，建议稳妥起步、适时调整，重点体现消费和收入分配政策。

二、实施养老保险降费，提高养老保险制度效率

养老保险制度改革已经酝酿多年，改革如何起步是一个艰难的选择。目前情况下确实需要降低养老保险费率，降费可以先行，但后续提高养老保险制度效率的举措也必须适时跟上。高效率的管理体制，可以采用较低的保险缴费率，提供比较高的养老替代率。我国企业职工社会养老保险28%的缴费率提供了不足50%的替代率，与国际相比是低效率

的，反映出现行体制存在的管理碎片化、缴费与给付激励不足、趸交政策不合理、缺乏精算平衡等诸多漏洞。根据OECD统计，2013年美国缴费率12.4%、替代率38.3%，德国缴费率19.6%、替代率42%，日本缴费率16.8%、替代率35.6%，韩国缴费率9%、替代率39.6%。当然这种直接类比是不够严谨的，其中人口老龄化程度就有巨大影响，但上述所比较的国家都是人口老龄化程度比较高的，因此不影响做出定性判断。考虑到目前我国养老保险的实际征缴率不及70%，如果管理制度合理，效率提高，达到OECD国家平均的管理水平，我们根本不需要28%的缴费率，下降5～6个百分点是完全有可能的。这将在职工社会养老保险体系公平可持续的条件下，大幅度降低企业经营成本，提升企业竞争力。这些额外支付的成本，属于制度性交易成本，唯有通过供给侧结构性改革才可能降下来。从维护社会公平正义外溢性的角度看，现有制度使得正常缴费的“老实人”吃亏。降低这个差距对提高社会道德水平，促进社会公平正义有积极的外溢作用。

降低养老保险费率后，进一步提升养老保险制度效率需要多处发力。第一，建立多缴多得、长缴多得的给付机制。这样做不仅有利于引入激励，增强养老保险制度的公平性和可持续性，而且在给付透明化后，有利于加强职工对企业合规缴费的监督，促进提高养老保险缴费征管效率。同时，建立养老保险精算平衡制度，确保制度自身财务可持续，并严格界定养老保险和财政的责任边界。财政每年补贴企业职工养老保险的5 000余亿元可以保留，但不应作为基金的一般性资金来源，而应用于低收入群体养老缴费补贴等具有再分配功能的方面。第二，加大中央统筹调剂力度，增强养老保险可携带性。按照维护全国市场统一的事务应由中央政府管理的基本原理，世界上其他主要国家无一例外，都由中央政府管理社会养老保险事务。但我国实行分层次管理，中央出总政策、总制度、做指导，各地区自定具体政策，自行确定管理级次、管理方式，因此在可携带性上就大打折扣。实践中早已发现了这一问题，国家不断要求提高统筹级次，党的十九大报告再次明确要“尽快实现养老保险全国统筹”。目前已经起步的中央调剂金制度虽然可以缓解省际不平衡问题，但与地区间苦乐不均的态势和促进劳动力跨域自由流动的要求相比，还需要大幅度加大调剂力度，加快实现全国统筹的步伐。要彻底解决目前因分散管理、省际差异带来的种种弊端，避免个人跨域流动导致的福利损失，最终必须要做到由中央政府统一直接管理养老保险。第三，加快划转国有资本充实社保基金。当前我国的养老保险缴费水平偏高，一个重要原因是承担了体制转轨成本，额外负担了1997年养

老保险制度建立前已经退休或参加工作的“老人”和“中人”的养老待遇。为解决这一问题，2017年底出台的《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，规定对纳入划转范围的国有企业，按照10%的比例划转部分国有资本，用于弥补因实施视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口。其中，划转的中央企业国有股权，由国务院委托社保基金会集中持有、单独核算，接受考核和监督，相应的股权分红和运作收益由财政部门适时收缴，专项用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口。按照方案要求，在2018年初试点的基础上，分批加快划转。但受多方面因素影响，目前划转的进度远低于预期。下一步要加快推进此项工作，并且保障好社保基金对划转资本的处置和分红等权益，确保这项改革真正落地实施。第四，增强养老保险基金结余的投资效益。养老保险基金的阶段性积累面临着保值增值的要求。我国资本市场的健康发展，也迫切需要持有“长钱”的机构投资者。目前地方养老保险基金结余已经开始委托社保基金会管理，但没有强制性的统一要求，地方委托也均选择5年保底。期限的约束决定了资金配置难以跨越周期，股权类资产配置占比低，也难以配置非流动性权益类资产，不仅不利于提高投资收益率，无法更好地实现保值增值目标，而且在发挥应对当前经济下行压力的作用方面也打了折扣。建议适时出台结余资金委托管理的强制性规定，并拉长委托投资的时间，确定适宜的投资范围，以提高养老保险基金结余的投资效益。

三、慎用行政手段，改进产业政策

在推进供给侧结构性改革过程中，我们观察到前期一些应对措施是行政运动式的方法，对“六稳”造成了比较大的伤害。比如运动式的治污是“一关了之”，而且是层层往下、越来越放大。当然，中央已经在纠正，要求不能“一刀切”，强调采用市场化、法治化的办法。以及行政运动式的去产能。由于煤钢产能去的过程中由于需要安置职工，国有企业要比民营企业难得多，因此在同样的污染或者安全标准之下去的民营产能比较多。后来PPI大幅度上涨，国有企业利润大增，成本在向中下游传递，而中下游民营企业比较多，感觉到负担沉重。去产能是供给侧结构性改革“三去一降一补”中一项重要的任务，用这种行政运动式的办法是不妥当的，以至于2018年底的中央经济工作会议提出供给侧结构性改革要多采用改革的办法，多运用市场化、法治化手段，在巩固增强提升畅通上下功夫。用改革的办法意味着原来不是改革？现在其实是在纠

偏，就是纠正用行政运动式的办法推行供给侧结构性改革。

多年来我们一直推行产业政策。在2018年的民营经济座谈会上以及中央经济工作会议上，中央已经明确提出推动产业政策由差异化、选择性向普惠化、功能性转变。但是，我们可以看到这个思维还没有彻底转变。其实产业政策在早期起到一定作用，但到后来它的作用实际不敢说都是正面的。以汽车为例，我们产业政策支持的是“三大三小两微”（“三大”即吉林一汽、湖北二汽、上海汽车，“三小”即北京吉普、天津夏利、广州标致，“两微”即军工企业转产的重庆长安和贵州云雀）。多年发展下来，一些企业破产了，其余企业都合资了。现在三大自主品牌汽车基本上是在产业政策的“围剿”和缝隙中成长起来的。比如吉利汽车收购了沃尔沃。我们不评价它战略对不对，但是这个做法就说明被“围剿”的这些企业才有实力。但是产业政策如何从差异化、选择性向普惠化、功能性转变，也是一个复杂的难题。

近年来我们重视并加强了企业的党建工作。但一段时期以来，党组织在民营企业中的作用被歪曲，一些人炒作“党的作用代替公司的决策”，出现了“民营经济离场论”“党建夺权论”等蛊惑人心的言论。不排除有的地方采取了不当做法，影响了民营企业和外资企业的信心，社会上也因此对企业的党建工作产生了一些模糊的认识，偏离了加强党建工作的初衷。针对这一问题，习近平总书记明确强调：“我们在有党员的各类企业里建立党组织，目的是为企业的党员提供管理和服务，团结凝聚员工遵纪守法，遵守企业规章制度，发挥党员先锋模范作用。这有利于企业加强管理，有利于推动企业健康发展。”这是2018年11月7日进博会期间，习近平总书记视察上海陆家嘴金融城党建服务中心时讲的，清清楚楚地强调是包括“各类企业”，是“为党员提供管理和服务，凝聚他们遵纪守法，遵守规章制度，发挥先锋作用”，是“有利于企业加强管理”，是对此前一个时期的错误认识的纠偏，也是对外界质疑的回应。事实上，企业党建的积极效用毋庸置疑，外媒也曾专门报道并予以称赞。2012年英国《金融时报》刊文表示，“中国共产党是美国CEO（首席执行官）的榜样”，并援引世界大型企业研究会针对70名CEO的调查，当被问及世界上哪些组织最称职可信时，中国共产党位居第三，远高于美国国会和总统。当然在当前的国际形势下，舆情恐已有变。因此我认为，很多人没有真正理解企业党建工作的初衷以及总书记的讲话要义，另外也确实有别有用心的人在炒作。要真正实事求是地领会和贯彻党中央和习近平总书记的意图，加强解读和宣传，不要动辄自言“如沐春风”，特别不能人云亦云地附和错误认识。

最后要强调的是，怎么实现高质量发展？经常听到要推动新旧动能转换，实施创新驱动战略。这确实是我们需要努力的方向，但是更重要的是优化资源配置机制。优化资源配置机制有利于全面提升就业、消费和投资水平，提高全要素生产率。这方面我们已经观察到了一些良好的发展态势，但仍有许多工作需要在今后加快展开，以早日实现经济高质量发展。

---

[1] 楼继伟，中国经济50人论坛成员，十三届全国政协常委、外事委员会主任。

[2] 增值税汇算清缴，当期未抵扣完的进项税，称为期末留抵，可在下期做进项抵扣。及时留抵退税，是不等到以后抵扣，先进行退税，减轻企业的流动资金压力。对合理设计的多档增值税实行留抵退税，还实现了相关政策。对最低档税率纳税人留抵退税，实际上已无税可退，欧洲国家等允许退企业所得税，甚至额外补贴。

“房地产税”：难以言说的博弈

许善达[1]

从中国启动城镇住房制度改革以来，许多城镇居民成为住房的所有者。这项改革对我国政治、经济、社会、文化产生重大影响。我国宏观经济结构、社会财富的分配、政府收入的数量和结构、货币发行、商业银行利润来源、农民集体土地的征用、城镇户籍制度以及相应的社保制度及个人所得税制度、地方政府招商引资等，无不因此出现前所未有的变化。政府是否以及如何从居民住房征收一定数额的税收就成为各级政府、学术界、经济界和居民关注的热点问题。多年实践证明，学术界对此存在原则性分歧，远未形成共识。中央政府有关部门边研究边探索，尚未形成最后完整的决策。地方政府则对此十分慎重，总体上表现出消极态度。有些专家曾经不止一次地“预测”房产税试点要扩大范围，“预测”全国人大的房地产税立法程序何时完成。这些“预测”被媒体广泛传播以吸引眼球。每次专家预测被媒体披露以后都会引起全社会的强烈反应。开发商考虑用何种价格买地，居民考虑是买房还是卖房。但是，上海与重庆的房产税试点8年，至今没有其他一个地方政府跟进启动试点。这和上海试点“营改增”之后，许多地方政府当年要求跟进试点形成鲜明对照。而全国人大在2019年立法计划中也没有启动房地产税的立法程序。所有此类预测全部被事实否定。

原因是什么？先回顾居民住宅房产税的历史。

房产税（本文特指居民住宅房产税，不指企业的房产税，下同）其历史可以分为两个阶段。

第一个阶段是以上海与重庆试点开始。目前上海和重庆试点的房产税是在现有各项房地产税收政策不变的基础上增加居民住宅保有环节的一个税。实践证明这种模式不符合中国的国情，不被其他地方政府认可。

一、居民住宅房产税不能承受之重

上海与重庆试点的房产税在具体政策上略有不同，但下列问题是共同的。

第一，居民住宅保有环节的税收不能成为地方税主体税种。

营改增以后，作为地方税体系主体税种的营业税不存在了。当然，中国的地方税体系必须具有一个主体税种，这个主体税种至少应该具有两个基本特征：第一，税种的性质适合作为地方税种，税源应该相对具有地方性质。第二，收入应具有万亿数量级规模。居民住宅作为税源具有强烈的地方性质，但征税的数量远远达不到万亿数量级规模。实际上土地使用权转让收入虽然有3万亿数量级，但这是70年的“租金”，平均每年400亿到500亿规模。至于上海与重庆市政府公布的房产税收入是包括对企业征收的房产税在内的，并不仅仅是居民房产税试点收入，后者的数量政府并没有专项公布。估计是微不足道的。

居民住宅保有环节的房产税不可能一次性征收几十年的。虽然有专家建议把对居民住宅开征的房产税作为地方税主体税种，但是，迄今为止，没有看到一份可以有上万亿收入规模的居民房产税方案。所以，不可能也不要期望居民住宅保有环节的房产税可以成为地方税体系的主要税种。

第二，房产税不能解决中央政府和地方政府的财政失衡问题。

最初一些专家提出居民住宅房产税的出发点是给地方政府一个大税源，地方政府开征居民住宅房产税之后收入增长，就可以减轻对中央政府增加转移支付的压力。但是，实践的结果显而易见。上海和重庆的房价与全国其他城市相比还算比较高的，试点的居民住宅房产税的收入对上海和重庆的政府收入贡献都几乎可以忽略不计。通过开征居民住宅房产税来调节中央与地方财政关系的设想也完全落空。

第三，居民住宅房产税不可能抑制房价上涨。

住房制度改革以后，房价上涨引起社会强烈反应，投机行为屡屡发生。不但社会低收入群体受到损害，许多企业（包括一些关系国计民生的大型国有企业）都把资金从主业中抽出投入房地产中，损害了国民经济的健康发展。政府为抑制房价过快上涨，采取了许多措施，如限购、贷款限制、利率限制等，但都收效有限，达不到预期效果。因此，一些专家建议用开征房产税的办法来抑制房价。从此，居民住宅房产税就又变成解决房价上涨过高的一个措施了。

胡祖六和哈继铭两位专家根据全世界100多个国家有关住房的资料

的研究，结论是房地产发生泡沫的经济体，都是有房产税的，而且房产税还不低，因此房产税不可能抑制房地产泡沫，抑制泡沫的手段只有销售环节的税收。政府对于房地产投机行为确有抑制职责，许多国家的经验告诉我们，抑制房地产投机的最好办法就是在销售环节、交易环节征收消费税，当然名称可以是其他税，比如契税等，但一定是在销售环节征收的，而不是在保有环节征收房产税。而上海与重庆试点多年的实践证明，没有人认为当地的房价上涨因房产税而被抑制。

第四，居民住宅保有环节税收不可能使中国税制结构从以间接税为主改革成为以直接税为主。

从1994年实行新税制以来，中国税制中间接税的比重随着税制改革逐步降低，企业所得税和个人所得税占税收的比重逐步上升。尽管如此，在这种趋势下，中国要通过财产税收入的增加而使直接税在政府的收入中所占比重与直接税在发达国家的收入中所占的比重相同，至少在近期可以看出是不可能的。

这几年，其他地方政府并没有意愿参与试点，这就是地方政府之间的博弈，各地方政府现在真正争夺的不是房产税的收入，而是争夺投资，争夺高等级人力资源，包括专家、企业家、高级管理人员，以及科学家、专利发明人等，这才是最激烈的。因此，什么样的政策能使这个领域收益最大化？最近所有地方政府无一例外把对企业征收的房产税降低到国务院允许的最低50%的标准，这就是所有地方政府在降低企业成本上的态度。房产税从某个角度说是增加企业劳动力成本的，特别是高等级劳动力成本，地方政府绝不会因小失大，没有地方政府会为了居民住宅房产税如此少的收入去影响争夺高等级人力资源的决策。地方政府不可能一方面降低对企业征收的房产税，另一方面却提高企业高等级劳动力成本的居民住宅房产税。

由于上海与重庆试点没有实现预期目的，决策层决定不再扩大试点。这实质上意味着试点方案失败。有专家认为试点取得了经验就不能说失败。这在逻辑上是说不通的，部队打仗有胜有败，难道说打了败仗取得经验就不承认是败仗了吗？实际上，上海与重庆两市不断地提高缴纳房产税的门槛，其中的含义不言自明。

党的十八大以后，房产税进入第二阶段。积极主张扩大试点地方的意见已经消失了。积极主张尽快完成房地产税立法程序的意见又成为另一些专家的主流意见了。一些新闻媒体每遇机会便从立法机关、行政部门和一些专家对房地产税立法进程的发言和文章中寻章摘句，向社会发

布房地产税立法程序很快就会完成的“预期”。

这些媒体没有理解全国人大和国务院“稳步推进”中“稳步”的含义。“稳步”就意味着房地产税法一定在法律上、经济上、征收管理上都不能出现混乱。所有房地产税的法律问题、经济问题、征收管理问题必须在完成立法程序之前解决。这样一个涉及千千万万居民利益的税法，决不能草率出台形成社会混乱。一定要慎之又慎。

目前，至少以下几个重要问题尚未形成普遍共识。

二、中国国情特殊，设计“房地产税”无国际经验可借鉴

我国有两个特点，发展水平低与土地国有。这两个特点就决定了，如果想设计一个对居民住房征收的财产税，不能简单复制土地私有制国家的房地产税法。

20世纪80年代出台至今仍在实施中的企业缴纳的税里，有一个叫房产税，这是财产税，还有一个叫土地使用税，这是行为税。不管国有企业、集体企业还是私营企业，都要缴纳。现在一些专家建议在对居民住宅征收“房地产税”中把土地也作为住宅财产的一部分来征收财产税，这在法理上是有问题的。

如果住宅用地可以征收“房地产税”，那么企业的用地更可以征收“房地产税”了，但是为什么对企业要征这两个税呢？这是有法理依据的。如果考虑把居民的这两个税合在一起征，首先要论证企业用地使用税和房产税是否应该也可以合并的问题，如果不能说明企业这两个税应该也可以合并，就无法解释为什么企业要分两个税，居民就可以合成一个税。

十八届三中全会决议中用了“房地产税”这个术语。“房地产税”和房产税，这两个名称有一个非常大的实质内容的变化，就是“房地产税”包含了土地资产。如果设计一个包括国有土地在内的财产税，还要由住宅所有人交纳国有土地的财产税，估计法学专家们会有很多的不同意见。

现在“房地产税”立法这项工作由全国人大负责，国务院及财政部、建设部、税务总局等部门配合。根据目前收集的全世界许多国家关于“房地产税”的税法，发现这些“房地产税”所在的经济体都是实行土地私有制的。而我们是要研究和起草一个在土地国有制基础上的私人住宅的“房地产税”，外国这些税法不能照搬。而目前尚未找到一个土地国有制的经济体对居民住宅征收的“房地产税”税法。

有专家提出香港的“差饷”就是在公有土地制度下对居民住宅征收的房地产税。众所周知，“差饷”是指政府要用这笔钱解决警察的经费需要。问题是为什么不称之为“房地产税”？正是因为将其称为“房地产税”会出现法理问题，才使用“差饷”这个回避法理问题的名称。我国内地税制也有这样的实例，比如用于城乡建设维护、教育用途的城乡建设维护税、教育费附加。这种根据用途征收的税就不存在名称上的法理问题。所以，香港的“差饷”不但不能成为土地公有制下征收居民住宅房地产税的依据，反而说明土地公有制下征收居民住宅房地产税存在法理问题。有的专家主张对居民住宅征收包括土地财产在内的房地产税，但又主张改为“社区税”，这恰恰说明专家对房地产税还是存在法理的疑虑。

三、“房地产税”立法需要突破的法理障碍

自从2012年房产税扩大到居民住宅领域的试点在上海与重庆启动以来，争论一直不断。从学术界目前讨论的情况来看，至少有以下几个问题在立法工作中需要研究明确。

第一，“房地产税”是一个税种，还是与房地产有关的税种所构成的一种体系？

这两种理解在学术界中都有学者主张。但是，如果由全国人大立法，显然不是第二种理解，因为建筑安装和不动产业的营业税已经改为增值税，如果把“房地产税”理解为所有有关房地产的税种，而目前全国人大没有启动增值税的立法工作。因此，全国人大所承担的“房地产税”立法工作应该只是一个税种，而不是所有与房地产相关的税收体系。

第二，“房地产税”是增加一个税种，还是同时调整与房地产相关的税收体系？

上海和重庆试点的房产税是在其他房地产税种均不调整的前提下增加一个对居民住宅保有环节征税的税目。而试点启动后的一任财政部长在上任以后公开发表的主张是要在减少居民住宅交易环节税收的前提下，增加保有环节的税收。这和上海与重庆试点的思路显然不同，需要在立法中研究明确。

第三，“房地产税”是财产税还是行为税？

我国现行土地制度规定城镇土地属于国有，农村土地属于集体所有。因此，20世纪80年代设立房地产税制时，对企业房地产税收出台了

两个性质不同的税种。一个是房产税，属财产税性质；一个是土地使用税，属行为税性质。我国住宅制度改革以后，建筑物完全属于私人财产，住宅所占据的土地仍属于国有。这就必然引发一个“房地产税”立法的前提问题：“房地产税”是财产税，还是行为税？“房地产税”立法必须明确这个问题。

第四，“房地产税”作为财产税立法的法理障碍。

按照税收法治原则，财产税是对财产所有者征收的。如果“房地产税”是财产税，财产所有者就是纳税人。国有土地所有者是国家，具体代表人是各级政府。对土地征收财产税，就是某一级政府对其他政府甚至对自身的财产征税，这显然是毫无意义的。据了解，目前没有发现一个市场经济国家是对国有土地征收财产税的。这就是我国“房地产税”作为财产税的法理障碍。因为中国城镇土地国有制是不可变更的，对国有土地征收财产税与法理相悖，不可取。

第五，“房地产税”作为行为税立法的法理障碍。

在计划经济时期，国家无偿划拨土地供企业使用，企业并不是从市场上取得土地使用权。在这种土地制度下，国家对企业使用国有土地的“行为”开征了土地使用税。随着经济体制改革的深入，土地国有制没有改变，而企业取得国有土地使用权的制度从政府无偿划拨改为企业在招投标市场上购买国有土地使用权。虽然有些地方政府为了招商引资仍然无偿或低价转让国有土地使用权，但住宅项目开发商必须支付获取70年国有土地使用权的费用，在政府预算科目上被叫作“土地使用权转让收入”。而购买住宅的人在支付给开发商的价款中已经包含了70年土地使用费。如果房屋购买者已经被住宅所占据的国有土地支付了70年使用费，政府再出台一个对住宅所有者征收的国有土地使用税，这种税费重复征收的制度会使“房地产税”与出售国有土地使用权的招拍挂制度在法理上相悖。

四、“房地产税”立法中，地方和中央的财权博弈

第一，地方税的立法权问题。

在哪些税制要素上授予地方立法权。对授予地方的立法权有何种限制。中央如何对地方行使立法权实施有效监控。总之，如何在“房地产税”立法中处理中央与地方税收立法权力划分问题是难题之一。

第二，“房地产税”与中央转移支付的关系。

无论居民住宅“房地产税”的立法会授予地方多大权力，调整何种税制要素，地方政府事实上会拥有此税种在税收收入规模上一定的调整权力，在一定幅度内可以多收一些或者少收一些。在1994年出台的分税制中，税收返还的公式规定，各地增值税收入增长与税收返还正相关，但若干地方税种的收入增长与税收返还负相关，这些收入增长越多，税收返还数量越少。这也是一些发达国家的做法。从德国经验来看，同样一个房地产税，但两个州评估值不同，中央政府就得向收入少的州提供更多的补贴。因此，各州都希望降低本州的评估值，进而从中央政府那里获得较多的补贴。

对居民住宅的财产税立法开征以后，地方政府这部分收入增长会不会减少中央税收返还？此规定虽然不由全国人大在“房地产税”立法中解决，但对地方政府行使法定自由裁量权影响很大，属于立法时要明确的配套政策之一。

五、房产评估是征收房产税的技术难题更是政治问题

除了法理以外，征收房产税还面临一个技术问题，就是房产评估。如果依据房产评估值征税，就存在一个由哪个主体评估的问题，被评估对象承认不承认这个主体的评估值问题。现实生活中，不同评估机构对同一企业资产的评估出现不同评估值的情况已经是所在多有。评估最难的是什么？这个评估值出来以后，能否得到被评估对象的所有者认可才是问题所在。

评估值不是市场价，虽然希望评估出来的是市场价，但是评估值和市场价还是有区别的。因为市场是随时变化的，所以每次评估完了以后，都要和被评估对象所有者讨论，接受不接受评估值。影响评估值的因素很多，比如位置、楼层、朝向，甚至是否邻近马路都会有很大影响。德国的评估体系已经运转很多年，可以说评估从启动开始，到最后把钱收上来，这个周期是很长的，而且包括评估在内的征收成本也是不低的，因此德国是几年评估一次。在中国评估的难度可能更大。如果出现争议，就需要一个协调机制，若实施仲裁制度，恐怕远远要比评估技术本身难度大得多。千千万万家住宅的评估成本已经难以计量了，再设置仲裁制度，征税成本和居民纳税成本会增加多少？这是出台评估制度不能回避的问题。

六、破解“房地产税”法理障碍的办法

实际上，为解决“房地产税”法中的两个法理障碍，有许多供讨论的方案。其中，对住宅价款扣除土地使用费后的建筑物价值征收房产税可以作为供选择的方案之一。这个方案对居民住宅征收了财产税，实现了将房产税征收范围扩大到居民住宅的目的，化解了评估的社会成本问题，同时又避免了法理相悖的问题。这也是市场经济财产税制的题中应有之义。

另一个方案，在国有土地制度不变的前提下，对企业或居民使用国有土地征收土地使用税或土地使用费。至于政府是用分期（分年或分月）征收土地使用税的办法，还是用招拍挂的办法一次性收取一个比较长时期的（比如70年或50年）土地使用税或土地使用费，可以由政府选择。

这两个办法的结合既保持了对无偿取得国有土地的企业分期征收土地使用税的制度，又保持了对居民住宅占据国有土地一次性征收长期土地使用税或土地使用费的制度，同时房产税征收范围扩大到居民住宅的改革目标也实现了。最重要的是这个方案解决了“房地产税”立法中的两个法理障碍。

同时，对交易环节开征消费税，这是控制房地产市场投机行为的有效措施，只需在现行消费税中增加一个税目即可。

总而言之，在减少交易环节税收前提下，对居民住宅扣除土地使用费以后的价值征收保有环节房产税，同时维持开发商通过招拍挂获取国有土地使用权的制度，再在消费税中增加一个住宅买卖环节的税目。这是一个理论上说得通，法理上无悖论，实践上可行的方案，这个税收系列可以成为实现政府在房地产领域目标的重要支柱之一。当然，这只是解决了法理问题以后的房地产税收制度框架，具体对纳税人的规定、对征税对象（保障性住房、共有产权房、不完全产权房等）的规定，对于没有履行纳税义务的纳税人的惩罚的规定等许多复杂的问题需要解决。至于开征以后对退休职工社会保障制度和对企业劳动力成本等方面的影响就更多了。“稳步推进”确实是英明决策。

---

[1] 许善达，中国经济50人论坛成员，国家税务总局原副局长。

高质量发展的增长来源

刘世锦[1]

一、区分三种增长率

2018年的中国经济，有诸多出乎意料之事，如中美贸易摩擦、民营经济预期不稳等，但经济增长进程尚在预期之中。从我们一直采用的经济增长阶段转换分析框架看，从2010年第一季度开始的增速回落，到2016年第三季度开始触底，逐步进入中速增长平台。触底和反弹是一个试错过程，不可能一蹴而就。从过去两年多的情况看，构成高增长重要来源的基建和房地产投资的历史需求峰值已过，在增速回落的过程中，仍在寻找与中速增长相适应的新均衡点。新均衡点找到后，整个经济的中速增长平台才能稳下来，进入一个较长时间的稳定增长期。

从目前情况看，2019年经济仍有一定的下行空间。决策层提出了稳增长的任务。在这个任务要求下，可以看到几种不同的方法。

一种是继续沿用老方法，主要是通过扩大基建投资来稳增长。这种方法看起来轻车熟路，但面临着杠杆率上升、投资空间减小、效率下降等难题。

另一种方法是将近期的增长回落归结于去杠杆以及从紧的宏观政策，主张通过宽松的货币政策和“更加积极”的财政政策维持已有的增长速度。

还有一种方法是主张尊重增长阶段转换的规律，适当降低增长预期，在保持适度的货币政策和财政政策的同时，把着力点放到实质性深化改革，拓展新的增长来源，争取中速平台上有活力、可持续、韧性强的增长。

在讨论这几种不同方法之前，有必要区分三种不同的增长率。

首先是潜在增长率。经济学将潜在增长率解释为资源得到充分或最大化利用后的增长率。有观点主张实现充分就业的增长率就是潜在增长

率。潜在增长率一定程度上是一种理想状态，或者说是一种可实现的理想状态，可以将其理解为在已知或可利用的技术和资源配置方法条件下，资源得到充分利用后的增长率。

如果这样定义潜在增长率，现实中将会看到两种情形，即可实现的和不可实现的潜在增长率。前者指可利用的技术和资源配置方法都得到利用；后者指由于体制政策和其他原因，至少部分可利用的技术和资源配置方法未得到利用，或者说，只是部分利用了这些技术和资源配置方法。于是，我们就可以将可实现的潜在增长率理解为真实意义上的潜在增长率，而不可实现的潜在增长率则可称为“可及增长率”，也就是可实现的潜在增长率。潜在增长率、可实现增长率和实际增长率，我们就区分了这三种不同的增长率。

提高经济增长效率，就是要缩小乃至消除这三种增长率之间的差距，使实际增长率等于潜在增长率。可及增长率与潜在增长率之间的差距，可称为差距1，缩小这一差距主要依赖于体制变革和结构性政策实施。可及增长率与实际增长率之间的差距，可称为差距2，缩小这一差距主要通过货币政策、财政政策等宏观经济政策调整。

中国现阶段面临的挑战是，潜在增长率在合乎规律地下降，与此同时，差距1依然存在，有时候还在扩大。差距2表现为所谓“产出缺口”，既可以是正的，实际增长率大于可及增长率，也可以是负的，实际增长率小于可及增长率。由于对高增长的诉求强烈，实际增长率低于潜在增长率的情况并不多见。通过深化改革缩小差距1的呼声始终存在，有时相当高涨，但往往难以落地。相反，通过放松宏观政策使实际增长率达到或超过可及增长率的呼声，则容易得到响应。于是经常会看到缩小差距2掩盖或替代缩小差距1的倾向。

回到当下的政策选择，尽管表述方式不一，放松宏观政策的呼声再次响亮起来。一段时间以来，对降杠杆问题存有争议。降杠杆不可能一蹴而就，对其长期性、复杂性要有足够估计。但杠杆率过高依然是不争的事实，在稳杠杆的基础上将杠杆率降低到合适水平的目标不能放弃。必须明确，过松的宏观政策并不能改变潜在增长率，也不能缩小还可能扩大差距1。而解决差距1的问题，恰恰是下一步稳定并优化经济增长率的关键所在。

二、高质量发展的五大增长来源

潜在增长率是一个动态概念。进入中速平台后，以往在高速增长阶段作为主要增长来源的基建和房地产投资、汽车和其他的重要消费品，相继越过历史需求峰值，逐步找到“比历史需求峰值低一些，比成熟增长阶段高一些”的新均衡点。这些需求对中速增长的存量稳定仍有重要作用，但对增量贡献已经很小了。出口也在经历大体相同的变化，对外投资的重要性相应上升。根据可借鉴的国际经验和中国实际，中速平台上的增长速度有很大可能稳定在5%～6%之间。

由于中国经济规模已经很大，即使保持这样的增长速度，每年经济的新增量依然位居全球前列。支撑这样的新增量并非易事。扩大并稳定中速平台上高质量发展的增长来源，将是一个重要挑战。在今后较长的一个时期内，中速平台上高质量发展大体上有以下五个方面的增长来源。

第一，低效率部门的改进。迈克尔·波特在分析日本竞争力时提出，日本存在着一个面向全球市场竞争的出口部门，还有一个主要面向国内市场、缺少竞争的基础部门，这种效率差异很大的二元结构，成为制约日本发展的不利因素。这种情况在中国不仅存在，而且更为突出。中国基础部门主要由国有企业经营，长期存在行政性垄断，市场准入和竞争严重不足，效率低下成为自然而然的结果。一些年来，这些领域也推动改革，虽然时有反复，但大的格局并未改变。部分企业的切身体验和实证研究都表明，中国的能源、物流、通信、土地、融资等基础性成本，要比美国高一倍以上。除了少数由于资源禀赋原因外，主要是因为中国相关行业不同程度地存在行政性垄断。另一个例子是城乡之间生产要素流动受阻，尤其是农村集体土地和农民宅基地无法进入市场。在助推城市房价的同时，更使农村错失了大量本来可以获得的发展机会。

第二，低收入阶层的收入增长和人力资本提升。收入分配差距过大对经济增长的含义是，相对于适度的分配差距，那些收入过低人群本来可有的需求空间得不到利用，从而降低了经济增长速度。反过来说，如果低收入阶层的收入能有所提高，接近或达到中等收入水平，将会形成很大的需求增长空间，直接提供增长动能。相关研究表明，近年来中国收入分配差距有所减小，但仍很大。正在进行的脱贫攻坚对经济增长的意义在于，它直接提高了消费需求。可以想象，如果贫困人口能够稳定脱贫、如果农村人口转入城市、如果城乡低收入阶层能够逐步进入中等收入阶层，将会释放出多大的需求潜能。这部分需求潜能是中国经济下一步增长空间最大也是相对易于获取的。

提升低收入阶层的人力资本是另一项重要任务，从长期看更为重要。贫困是因为人力资本严重不足。而人力资本严重不足，部分原因是从儿童营养保障到医疗、教育、就业等条件的匮乏，部分原因则是诸多方面的机会不均等导致。从全社会角度看，提升低收入阶层人力资本的空间最大，经济和社会效益也显而易见。在中国人口结构发生重要变化，在劳动年龄人口和就业人口总量下降、老龄化速度加快的背景下，提升低收入阶层人力资本尤为重要。

第三，消费结构和产业结构升级。消费结构升级是中国经济需求增长的常规动力。商品消费增长趋于平缓，其中也不乏体现消费品质提高的亮点。与此同时，包括医疗、教育、文化、体育、娱乐、养老、旅游等在内的服务性消费进入快速成长期，在一线城市，服务性消费比重已经达到一半左右。消费结构升级带动产业结构调整升级。近年来的一个突出现象是产业内分化加剧，市场份额和利润向头部企业集中，即使在一些发展不错的行业内，多数企业日子并不好过，这也是一个时期以来中小企业经营困难增多的重要原因。产业分化、重组推动优势企业、优势行业加快发展，高技术含量、高附加价值的行业比重上升。制造业的转型升级与生产性服务业的发展密切相关。制造业服务化、服务业制造化相互推动，带动了研发、设计、咨询、物流、金融、商务服务等生产性服务业发展加快。为制造业升级服务的生产性服务业，与前面提到的为消费结构升级配套的消费性服务业，大多具有知识密集的特点。知识密集型服务业正在成为拉动消费结构和产业结构升级的新主导产业。

第四，前沿性创新。以往，中国的创新主要是外来技术本地化的适应性创新。近年来的一个重要变化，是在全球创新前沿“无人区”的创新增加，由过去的主要“跟跑”，转为部分“并跑”，再到少数领域“领跑”。前沿性创新较多集中于互联网、大数据、人工智能等数字技术领域。在数字技术领域，与过去历次技术革命不同，中国总体上与先行者的差距不大，部分技术还处于领先地位。中国的优势还体现在消费市场巨大、产业配套比较完整等，易于形成商业模式和实用技术，由商业模式创新拉动技术创新。前沿性创新能够拓展潜在增长率边界，并对已有生产能力进行革命性改造，如互联网与各类实体经济的结合。中国在前沿性创新上的最大短板是基础研究滞后。如果没有一大批诺贝尔奖级研究成果形成的土壤，在前沿性创新道路上难有后劲。尤为重要的是，要形成有利于新思想脱颖而出的自由探索环境。能否补上这块短板，将是中国力图建成创新型国家无法回避的重大挑战。

第五，绿色发展。把绿色发展作为一种增长动力，与对绿色发展的理解直接相关。在传统认识中，通常把绿色发展等同于污染治理、环境保护，理解为对传统工业化模式缺陷的修补或纠偏。这样看来，绿色发展确实没有多少增长动力，甚至被看成是经济增长的代价。但如果从传统认识中跳出来，换一个角度，把绿色发展看成是与传统工业化模式相竞争并更具优越性的一种新发展模式，绿色发展对经济增长的意义就大不相同。绿色发展将重新定义产出与投入、收益与成本，力图将人类经济活动与自然之间相互冲突的关系，转化为相互融合和促进的关系，以更低的成本、更优的资源配置，提供更利于人全面发展的产品和服务。绿色发展不仅是做减法，更重要是在做加法和乘法。

需要强调的是，以上五个增长来源有一些与过去很不相同的特点。第一，对制度质量的要求相当高，“半拉子”市场经济是无法适应的，必须下决心解决市场经济建设中的“卡脖子”问题，才能过好这一关。第二，虽然也会有一些热点，但像以往基建、房地产、汽车等大容量支柱产业基本上看不到了，增量更多以普惠方式呈现。第三，增长大多是“慢变量”，长时间的努力未必见到大的成效，“立竿见影”的情况不多了，对耐性、韧劲、战略定力的要求明显提高。如果说过去30多年的高速增长是“吃肥肉”，进入中速平台后的高质量发展则是“啃硬骨头”，增长的难度非同以往。这意味着，高质量发展将是高难度增长。

三、相配套的发展战略与建设高标准市场经济

有效发掘五个增长来源的潜能，需要制定相配套的发展战略，并提出相应的体制政策变革要求。

（一）效率变革战略

第一，完善产权保护。重要的是建立起稳定的法治保障环境，使各类市场主体的合法权益得到切实保护，不因偶然事件或具体政策调整而变化。要有一大批通过法律解决产权纠纷、保护合法权益的案例，逐步建立社会各界对保护产权法律体系的信心和预期。民营经济在经济体系中地位、作用和长期愿景，应有理论政策创新，有符合现实、顺应规律的新“说法”。

第二，进一步推动国有经济战略性调整，有效发挥国有资本的应有

作用。首先是布局结构的调整，把有限的国有资本集中到符合新时期国家发展战略需要、提供不同类型公共产品的领域。分散布局、固守不变只能是削弱而不是增强国有资本的应有作用。国有资本要大踏步地从过剩产业、低效领域、其他资本更适合发挥作用的地方退出，集中到社会保障、公共产品领域中“卡脖子”的技术或产品、国家安全、环境保护等领域。其次是产权结构和治理结构调整。加快实现由管企业到管资本的转变，把资本层面和企业层面分离开，国有资本管理部门通过市场经济中资本运行的常规方式调整优化国有资本布局。最后是投资结构的调整，区分战略性投资和财务性投资，在国有资本应当发挥作用的领域进行战略性投资，其他领域则在必要时进行财务性投资。

第三，促进各类企业公平竞争。把所有制与企业挂钩是市场经济发展初期的现象。随着市场经济的深化，各种所有制“你中有我，我中有你”，逐步融合，要想找出某种纯粹所有制的企业越来越困难。混合所有制成为市场经济成熟后的常态。把国家的强制力和信用等元素与某类企业直接挂钩，就会使宏观经济调控者、市场秩序维护者和企业所有者的三种不同身份混在一起，与其他企业形成事实上的不平等。所以，应当明确市场经济中企业作为法人实体与其所有者的正常关系，使企业性质与所有者性质相分离，摘掉企业头上的所有制属性帽子。企业不再按照所有制进行分类，而是按照规模、行业、技术等分类，以此作为企业公平竞争环境的条件之一。

第四，按照负面清单改革市场准入。低效率领域主要与“半拉子”要素市场有关，生产要素不能自由且充分流动，制约资源优化配置。要突出重点，主攻打破基础产业行政性垄断、城乡生产要素流动不便和低效企业退出等难题。这几块硬骨头啃不下来，低效率洼地不可能填平。改革的方向、目标、重点是明确的，关键是下决心、有行动，一个行动胜过一打纲领。尤其要调动地方、基层、企业的积极性和创造性，鼓励先行先试，总结好的案例和经验，推动全局。

（二）中等收入群体扩大战略

第一，加快农民工进入和融入城市的进程。户籍问题的实质是为农民工提供均等的基本公共服务。农村进城人员对城市发展创造了大量社会财富，为他们提供基本公共服务并非“施舍”，而是他们的“城市权利”。重点要解决好农民进城人员的住房问题，不仅对他们安居和融入城市至关重要，同时也能带动大量消费需求。

第二，建立反贫困的长效机制。要巩固脱贫成果，着力构造脱贫不返贫的长效机制。立足于提高贫困人口的自我发展、创造财富能力，从各地实际出发、因地制宜，发展具有自身特色和竞争优势的产业，形成稳定的增收渠道。通过改善基本生存发展环境，尤其是医疗、教育、文化等环境，重点提高年轻一代人力资本，创造更多更好的就业创业发展机会，实现贫困的代际阻隔。把仍然存在的贫困人口纳入低保系统，守住反贫困的底线。

第三，健全完善社会保障体系。在就业、医疗、养老等方面，建立覆盖全国的“保基本”社会安全网。加快实现全国统筹、异地结转，增加便利性，促进劳动者的合理流动。以更大力度，把更大份额的国有资本转入社保体系，增加社保资金供给，缩小社保资金缺口，同时促进国资产权结构、治理结构的改革。

第四，促进机会公平。把提高中等收入群体比重，纳入政府政绩考核指标体系。提高政府财政支出中用于扩大中等收入群体的比重，借助这一途径扩大内需。改变一些城市把低收入劳动者挡在城市之外的做法。在大体相当条件下，在就业、升学、晋升等方面，给低收入阶层提供更多可及机会，逐步改变低收入阶层所处的“形式上平等、事实上不平等”的状况。

（三）消费和产业升级战略

第一，推动服务业对内对外开放。知识密集型服务业是现阶段发展重点。与制造业不同的是，这类产业更多依赖不可编码知识，一方面，新技术往往需要通过“干中学”等方式才能掌握和运用，对外开放的深度将超过以往。另一方面，国内知识密集型服务业的发展也受到诸多不当准入限制，抑制了增长潜能。对外开放要加大力度，并要对内放开，对外开放与对内放开相互促进，有利于提高国内相关产业的学习吸收能力和竞争能力。实践证明，在对外开放的同时对内能够充分放开，中国产业和企业往往是有竞争力的。一定要增强新发展阶段中国产业和企业的开放自信。

第二，通过优胜劣汰带动产业升级。近年来中国产业发展的一个重要变化，是产业分化加快，市场份额和利润向头部企业集中。政府一方面应创造各类企业公平竞争的环境，另一方面要推动不再具有竞争优势的企业退出。这就需要在财政、社保、银行、法律等相关领域进行必要

改革和调整。

第三，用挑剔性消费倒逼品质提升。国际经验表明，消费结构升级，特别是服务型消费的增长，将会使消费者对产品和服务从品质到体验的要求明显提升。在许多领域，挑剔性消费成为一种常态，从而激励生产者不断提高产品和服务的质量。政府应当因势利导，提高产品和服务的质量标准，鼓励生产者围绕挑剔性消费展开竞争，从而逐步形成更高层级上消费与生产的循环流程。

第四，推动制造业和服务业的融合发展。不论是制造业的服务化，还是服务业的制造化，二者的融合发展都显示了一种内在关联。促进这种融合发展，从人才、技术到企业内部结构调整、企业间购并重申等，都需要政府在要素培育、市场环境等方面给予支持。

（四）前沿性创新战略

第一，坚持以企业为创新主体不动摇。强调以企业为创新主体，不仅因为企业处在市场竞争第一线，而且因为一些年来传统的基础研究、应用研究、产业化应用界限已被打破，许多市场第一线遇到的问题，也是基础研究的前沿问题。以企业为创新主体，既可以把技术转化为有市场竞争力的产品，又在相当大程度上能够推动科学前沿重大问题的突破。由国家集中资源开展的创新项目，应聚焦于公共产品范围内的“卡脖子”问题。新形势下这种“集中力量办大事”的有效运行机制，还有一个探索过程。如果不能从传统计划经济的思维和运行机制中摆脱出来，也可能为抵制改革、重回“老路”留下空间。

第二，促进创新要素流动聚集，形成一批区域性创新中心和创新型城市。创新要素并非均匀分布，只有能够吸引到更多创新要素的地方，才会拥有更多的创新成功的机会。从国内外经验看，创新活动集中出现在若干区域创新中心或创新型城市。但这些区域创新中心或创新型城市并非人为指定的，而是在竞争中形成的。能否成为区域创新中心或创新型城市，关键在于能否形成吸引聚集创新要素的体制政策环境，包括：保护产权特别是知识产权，为创新活动提供有效激励；稳定企业家、科研人员的预期，使他们能够有长远打算；促进创新要素流动，吸引创新要素的聚集并得以优化配置；提升人力资本质量，相应改革教育和研发体制；深化金融改革，为创新提供全链条的金融支持等。

第三，加快补上基础研究薄弱的短板。对基础研究短板制约我国长

期创新发展的风险，补上这一短板的长期性、艰巨性和对营造有利于科学发现的自由探索环境的重要性，都要有足够认识。通过理念、制度和政策的改革创新，加快形成既适合中国国情，又吸收国际上先进做法，最大限度调动人们在科学发现和技术创新前沿创造力的环境。在创新活跃地区，可设立若干个高水平教育研发特区，在招生、人员聘用、项目管理、资金筹措、知识产权、国籍身份等方面实行特殊体制和政策。

（五）绿色转型战略

第一，转变提升对绿色发展的理解，逐步形成全社会的新共识。不能把绿色发展仅仅看成是污染治理，而是包括绿色消费、绿色生产、绿色流通、绿色创新、绿色金融在内的绿色经济体系的发展；不能把绿色发展看成是迫于压力的权宜之计，是对传统工业化发展方式的修补，而应是与之相竞争、更符合可持续发展要求的新发展方式；不能把绿色发展与经济增长相对立，看成是对增长的拖累，而应是重要的消费新动能、创新新动能和增长新动能。认识到位了，推动绿色发展才能名正言顺、理直气壮。

第二，加快推动生态资本度量、核算与交易。迄今为止，生态资本依然无法度量、核算，更难以交易。绿色发展大都是政府提供的公共产品，或环保机构等非政府组织开展的公益活动，难以成为企业和个人市场经济条件下正常的经济活动。推动绿色转型，必须要过生态资本度量、核算与交易这一关。应将此作为绿色创新的重要内容，鼓励支持相关研究、试点和推广。经过持续不懈的努力，逐步使生态资本与其他资本形态一样，能够按照市场经济的通行规则比较成本收益，优化配置资源。

第三，积极探索并形成绿色发展的行动目标和激励机制。把绿色发展的可行指标作为政府工作的考核指标，把绿色发展收益作为经济社会发展成果的重要内容。在成熟的生态资本核算方法实施前，借助财政、税收、价格和标准等手段，尽可能将原本外部化的绿色发展收益和传统发展方式成本内部化，使绿色发展有利可图，传统发展方式则承担本应承担的成本。

提出并实施以上发展战略，都对体制政策环境提出了与以往大不相同的要求。不认真地解决体制上的“卡脖子”问题，不下决心啃硬骨头，新的增长动能就出不来，即便比过去降低了的增长速度也未必能够维

持。面对这些挑战，有一个问题是不能回避的，即对市场经济的态度。中国在市场经济这条路上已经走了40年，是停滞徘徊，还是继续向前走？停是停不住的，不进则退，而倒退是没有出路的。向前走，需要提出一个新的目标，就是建设高标准的市场经济。

转向高标准的市场经济，就是要以产权保护和要素市场化为核心，在重点领域和关键环节深化改革，其中涉及一些焦点难点问题，包括打破行政性垄断、公平竞争、保护产权特别是知识产权、国资国企改革、产业政策转型、改革补贴制度、转变政府职能、维护劳动者权益、保护生态环境和绿色发展等。对这些问题，党的十八届三中、四中、五中全会和党的十九大都指出了改革的方向、重点和方法，并不是别人逼着我们要改，而是我们从长计议、战略谋划，从中国国情出发做出的主动选择。当务之急是落实好已定的改革开放部署，切实加快推动国资国企、土地、金融、财税、社保、政府管理、对外开放等重点领域的改革进程。把这些要求真正落实到位了，就能够在建设高标准市场经济方面迈出很大的实质性步伐，在一个更高平台上争取到新的有利国际国内发展环境，赢得新的发展机遇期。

---

[1] 刘世锦，中国经济50人论坛成员，十三届全国政协经济委员会副主任，中国发展研究基金会副理事长。

适应低速增长

姚洋[1]

经历40年的高速增长，我国的政府、学界和民间似乎都已经把高增长当作了中国经济发展的常态，即使是“新常态”，也把我国的增长转型定义为从高速增长转向“中高速增长”的过程。但是，世界范围内的历史经验告诉我们，维持40年以上的高速增长（6%以上）是非常困难的。对于赶超型经济体而言，增长减速一般发生在去工业化开始之后。而且，对于以出口导向为发展模式的经济体，由于去工业化一般都与世界经济格局的大调整有关，因此减速不是线性的，而是掉下一个台阶。我国具有大国优势，内部的增长收敛可以维持我国较长时间的较高速增长，但这个潜力也是有限的。全球金融危机之后，我国被迫放弃出口导向的发展模式，开始去工业化，经济增长速度也随之下降。搞清楚我国经济的潜在增长速度，对于我国制定合理的长期发展和短期宏观调控政策，是非常必要的。本文在一个简单的框架里得到决定人均GDP潜在增长率的两个因素，即人均资本存量增长率和全要素生产率的增长速度，前者进一步取决于国民储蓄率，后者进一步取决于效率的改进和技术进步率。我国的国民储蓄率自金融危机以来以较快的速度下降，效率改进虽然还有一定的空间，但经过30多年的改革，这个空间已经接近上限，而世界范围内的经验表明，技术进步率不可能太高。所以，我国应该适应较低速度的增长率。

一、我国经济的结构变化与增长减速

自金融危机以来，我国经济的最大变化是去工业化。去工业化是每个经历过工业化全过程的经济体必然要发生的事情，其主要表现是工业就业和产出比例的下降。图5.2显示了1953年以来我国三大产业就业比例的变化情况。和一般的规律相同，第一产业（主要是农业）就业比例除在1958—1960年之外持续下降，第三产业（服务业）比例持续上升。第二产业（工业、建筑和交通行业）就业比例除在1958—1960年

突增之外，1997年之前的其他时间缓慢上升。受亚洲金融危机的影响，第二产业就业比例在1997—2003年下降。2004—2012年，第二产业就业比例突增10个百分点，相当于之前40年的增长，显示了这一时期我国工业化突飞猛进的增长速度。但自此之后，第二产业就业比例开始下降。基于以下原因，此轮下降与1997—2003年的下降不同，不太可能是临时性的，而更可能是永久性的。

第一，我国的第二产业就业比例达到其他国家（地区）达到过的顶峰。图5.2显示，我国第二产业就业的顶峰在2012年，为30%，但这可能是一个低估的数字，原因是农业就业的比例可能被高估了。农村地区的兼业化倾向很严重，一个农村居民一年当中从事农业生产的时间平均不会超过1/4，国家统计局公布的农业就业比例极可能被高估。根据调查数据，经济学家认为农业就业比例在20%以下，而不是统计局公布的近30%。如果把多出来的10个百分点平分到第二和第三产业，则第二产业就业的顶峰应该达到过35%，35%是美国、日本和韩国达到过的峰值，我国超过这个峰值的可能性不大。

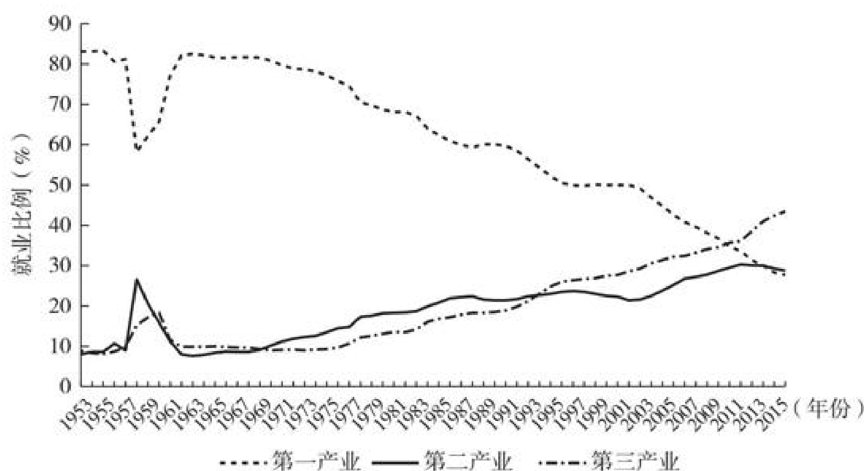


图5.2 我国三大产业就业比例的变化情况

资料来源：国家统计局网站。

第二，受全球金融危机的影响，我国已经告别出口导向的发展模式，进入以国内消费为主的时期。事实上，如图5.3所示，我国的出口与GDP之比在危机之前已经达到顶峰，目前已经回落到日本的水平，即17%~18%之间。可以对比的是，美国的出口与GDP比例只有10%，因此可以想见，这一比例在我国未来还将进一步下降。在危机之前，国际

市场对我国出口的需求旺盛，极大地带动了我国的增长。按照刘遵义等人的计算，出口对我国GDP总量的贡献为11%左右，而我国出口在2001—2008年的平均增长速度达到29%，由此得到出口增长对我国GDP增长的贡献为3.2个百分点，占全部增长的1/3。[2]危机之后，出口的增长速度下降，2014年以来的多数年份甚至变成负增长，出口不仅不再是推动我国经济增长的动力，而且还开始拖增长的后腿。我国的出口产品基本上都是工业产品，因此，我国工业化的高峰期与出口导向发展模式的高峰期重合。随着出口增长的退潮，我国开始去工业化也是一件正常的事情。

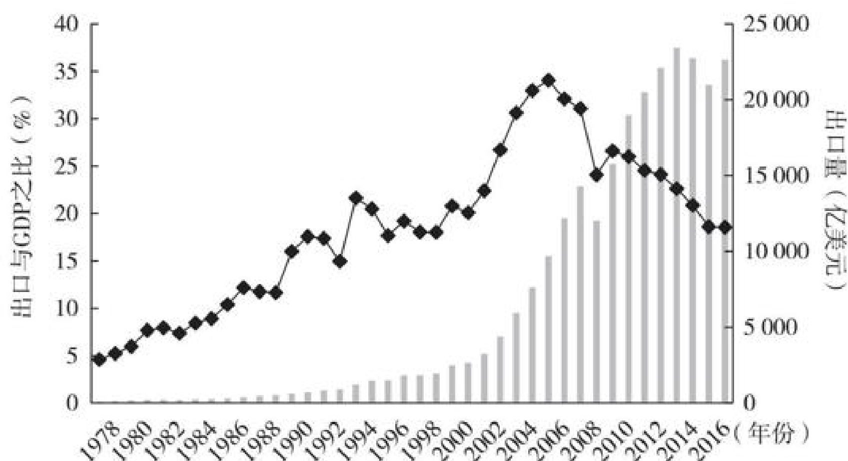


图5.3 我国的出口量及其与GDP之比

资料来源：国家统计局网站。

第三，随着高端和较高端服务业的兴起，劳动力将从农业和工业流向服务业，近些年兴起的外卖服务正是这个变化的一个反映。工业的资本密集度远高于服务业，因而抑制了工人工资的增长。比较而言，服务业是轻资产行业，劳动报酬占比高于工业，当服务业扩张的时候，更多的劳动力就会涌向服务业。而且，2012年之后服务业的扩张和1997—2003年服务业的扩张存在一个显著的不同，就是服务业质量的上升，扩张不是发生在低端服务业（如家政服务），而是在像物流、金融、咨询、法务等高端行业，因而对劳动力具有更多的吸引力。

一个国家能否完成深入的工业化，对于它能否成功跨越中等收入陷阱、进入高收入国家行列，具有决定性的作用。[3]我国的工业化足够深

入，因此我们没有理由担心去工业化将阻止我国的经济增长。而且，我国经济整体开始去工业化，不等于每个地方都齐步走，一起去工业化，中西部的一些地方还有工业化潜力。去工业化也不等于我们不需要再搞工业了，而是意味着工业发展不再是采取外延扩张的模式，而是要走内涵发展的道路。但是，去工业化开始之后，经济增长减速是必然的，原因在于，工业比服务业的技术进步率高，当服务业占GDP的比例上升、而工业占GDP的比例下降时，经济整体的增长速度就会下降。而且，我国的工业化进程是出口推动的，出口增速下降，必然导致工业增长速度的下降。

第四，我国的工业化和去工业化也与我国的人口结构转型同步，进一步加强了增长速度的变化。图5.4显示，2010年是我国劳动人口比例的分水岭，2010年之前是上升趋势，2010年之后是下降趋势。劳动人口比例是衡量人口红利的最重要指标。2010年之前，我国的人口红利上升，人口结构变化对经济增长产生正的效应。2010年之后，趋势刚好相反，人口转型成为迟滞我国经济增长的因素之一。

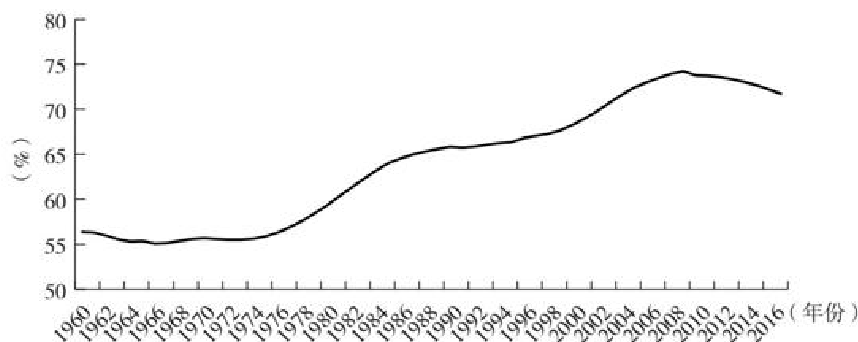


图**5.4** 劳动人口（**15~64**岁）占总人口的比例

资料来源：国家统计局网站。

与人口红利下降同步，农村地区的劳动力流出已经接近尾声，这从图5.5可以看得很清楚。亚洲金融危机之后，外出务工人员数量大减40%，之后除少数年份之外一直维持态势，但2014年之后开始稳定下来，说明新增务工人员数量进入停滞时期。事实上，多数农村地区的老龄化比城市更加严重，空心村不断增加。这也从另一个侧面表明，我国的农村向城市的劳动力流动的动力已经基本消失。

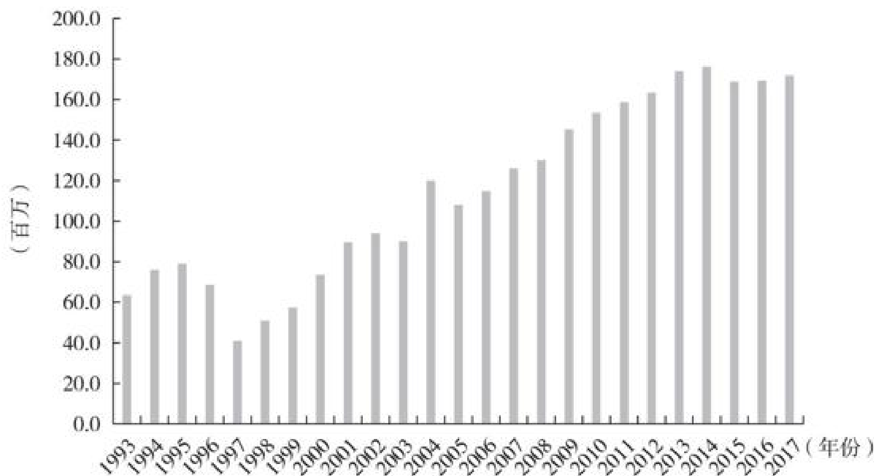


图5.5 农村外出务工人员数量

资料来源：国家统计局网站。

以上几个方面构成了我国经济整体增长速度下降的大背景。第二节通过一个简单的理论模型进一步说明这个过程，并对我国经济增长潜力的预测提供一个框架。

二、理论分析

考虑下面的索洛增长模型。

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha} \qquad （公式1）$$

其中，Y为总产出（GDP），A为全要素生产率，K为净资本存量，L为劳动力数量，α为资本产出弹性。从公式1可以得到人均GDP数字。

$$y = Ak^{\alpha}\ell^{1-\alpha} \qquad （公式2）$$

其中，k为人均净资本存量，ℓ为劳动力占人口的比例。那么，得到人均收入的增长速度数字。

$$g_y = \alpha g_k + (1-\alpha)g_{\ell} + g_A \qquad （公式3）$$

其中，g_k为人均净资本存量增长率，g_ℓ为劳动力比例的变化率，g_A为全要素生产率的增长率。资本存量的增长取决于储蓄总量。以s代表国民储蓄率，以c代表生产性净资本存量与GDP的比例，则得出公式4。

$$g_k = s/c \qquad （公式4）$$

在这个简单的分析框架内，结合上节所给出的结构变化事实，我们可以比较容易地理解我国经济增长速度在危机前后的变化。图5.6显示，除1990年左右几年之外，自20世纪80年代到2009年，人均净资本增长速度呈现周期性震荡上升趋势，2009年达到峰值（14.8%），其中尤以21世纪的头十年提速最快。与此相对应，资本增长对人均GDP增长的贡献率也一路上升（以资本产出弹性a等于0.6计算），到2012年更是突破100%（TFP增长率为负数）。值得注意的是，2009—2012年的人均净资本增长速度下降，但资本增长对人均GDP增长的贡献率达到顶峰，与大部分研究的结论一致，这几年的经济增长主要是资本积累推动的。2012年之后，人均资本增长速度继续下降，到2017年已经回落到20世纪90年代初期的水平，但资本增长对产出增长的贡献率也下降，向着21世纪初期的水平回落（70%左右）。这说明我国经济在逐步退出资本积累推动的路径。

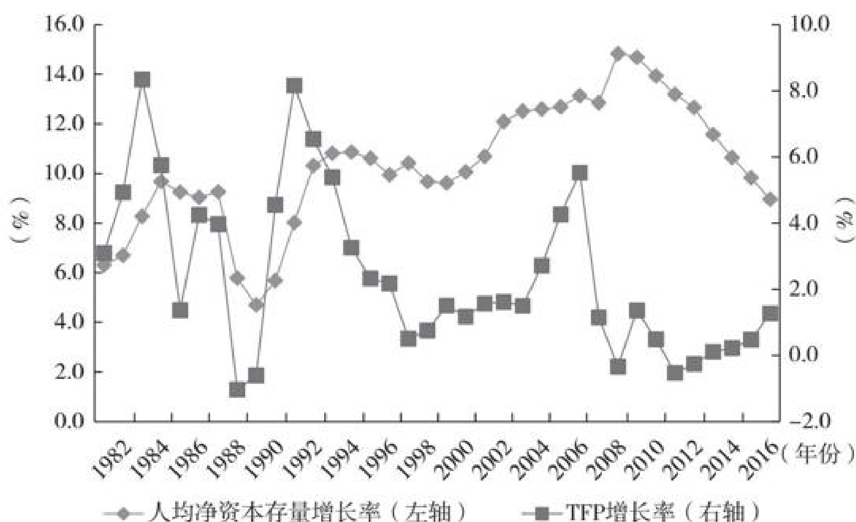


图5.6 人均净资本存量增长率和TFP增长率

资料来源：净资本存量的数据来自刘舸帆研究。TFP增长率根据公式（3）计算，资本存量增长率根据刘舸帆研究。劳动人口比例来自Wind，资本产出弹性设定为0.6。

以上变化与我国国民储蓄率的变化基本上同步（图5.7）。在21世纪之前，我国的国民储蓄率缓慢上升（20世纪90年代后期还有所下降）。进入21世纪之后的头十年，国民储蓄率快速上升，从2000年的38%一路上升到2010年的52.6%，极大地提高了我国资本积累的速度。2010年之后，国民储蓄率开始下降，到2017年已回落到20世纪90年代的平均水平。

相较而言，劳动人口比例的变化很小。在2010年之前，每年平均增长0.74%，2010年之后每年平均下降0.43%，对我国经济的增长速度的影响较小。当然，这不意味着以后的影响也很小，因为我国的经济增长速度在下降，而人口老化速度却在上升。

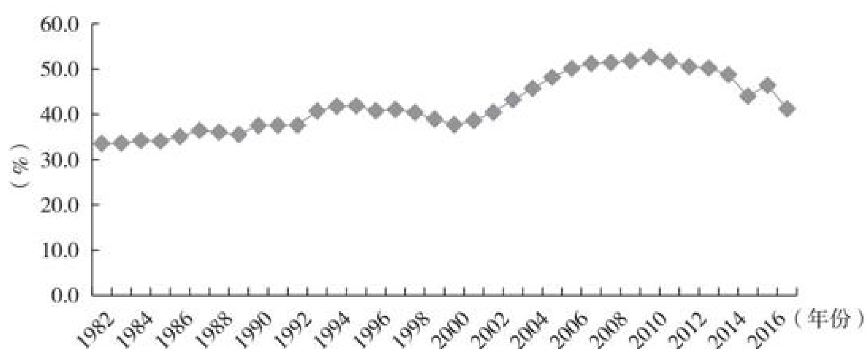


图5.7 国民储蓄率

资料来源：根据消费占GDP的比例计算得到。消费占比来自国家统计局网站。

全要素生产率方面，2012年之前，TFP增长率与资本积累速度同步（图5.6）。这与资本积累导致效率下降的观点不符，但与刘舸帆[4]的新发现一致：基础设施投资具有熨平经济波动的功能，而且对TFP增长率有微弱的提升作用。从1982年到2017年，TFP平均增长率为2.4%，但随着时间的推移呈现下降的趋势：20世纪80年代（1989和1990两年除外）的平均为4.5%，90年代平均为3.5%，21世纪头十年平均为2.0%，2010年之后平均为0.3%。这是否意味着我国经济效率持续下降？在一定意义上讲，答案是肯定的。我国的资本积累对GDP增长的贡献越来越呈现疲软之势，这符合资本边际报酬递减的规律。但我们也要看到，20世纪80年代是我国经济走出计划经济的时期，效率的改进包含了恢复经济增长的成分，而90年代是我国经济改革最为剧烈的时期，较高的效率改进是可以理解的。进入21世纪之后，改革红利基本用完，尽

管改革仍然还有空间，但想获得90年代的效果，恐怕是不可能的事情。21世纪的经济增长主要靠资本积累推动，到2010年之后，其效用已是强弩之末，效率下降可以理解。好的势头是，2012年之后，人均资本增长率下降，同时TFP增长率触底反弹。看来，2012年之后的经济调整起到了提高效率的作用。

三、我国经济的潜在增长率

在第二节理论分析的基础上，本节探讨我国经济的潜在增长率。公式3给出了潜在增长率的计算公式，其中的重要变量包括国民储蓄率（s）、资本与产出比例（c）、资本产出弹性（a）、劳动人口变化率（g_ℓ）以及TFP增长率（gA）。图5.8给出了两个预测。预测1的假设如下：净资本存量增长速度由2018年的8.5%匀速下降到2049年的0%；资本产出弹性由目前的0.6匀速下降到2049年的0.3；劳动人口比例由2018年的72%匀速下降到2049年的55%；TFP增长率的变化分为两段，2018—2030年由0.15%上升到3.5%，2031—2049年匀速下降到2%（美国的长期速度）。预测2的假设除净资本存量的增长率之外，都与预测1相同。关于净资本存量的增长率，预测2假设国民储蓄率从2018年的41%匀速下降到2049年的25%，资本与产出比例固定在3.5，折旧率分为三段：2018—2030年为3.2%，2031—2040年为3.8%，2041—2049年为5%。

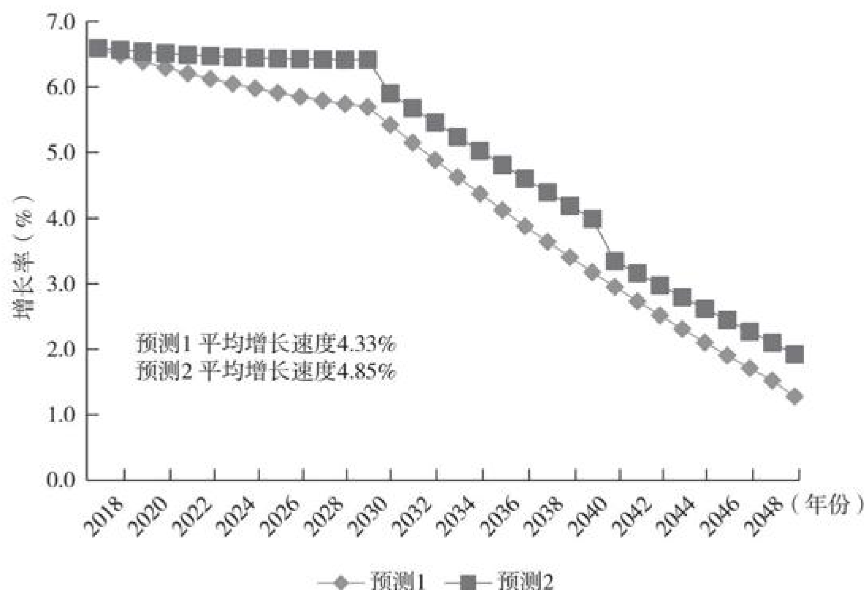


图5.8 我国潜在增长率预测

资料来源：作者计算。

预测1的前提是到2049年资本积累只够弥补折旧，不再对经济增长具有任何贡献；如果劳动人口比例不变的话，经济增长就进入稳态。随着资本对经济增长贡献度的下降，资本产出弹性也会下降，而0.3是发达国家目前的平均水平，假设1暗含的假设是我国的经济结构到2049年接近发达国家的水平。2049年的劳动人口比例综合了其他预测给出的数字。[5]TFP增长率在2030年设定为上升态势，因为我国经济的效率在改善，有望达到我国经济的最高水平，但20世纪80年代作为最高水平不太科学，因此用20世纪90年代的平均水平作为替代。2030年之后，经济改革和结构调整可能基本完成，因此，TFP增长率完全由技术进步率决定，我国离国际技术前沿的距离缩短，收敛发生。

预测2不预先设定净资本存量增长速度的收敛，而是从国民储蓄率出发，推导出净资本存量增长速度。目前，东亚经济体的储蓄率仍然在25%左右，因此，设定到2049年我国的储蓄率回落到25%是合理的。资本与产出比例取的是20世纪90年代的平均水平，与设定TFP增长率的思路是一致的。最后，折旧率分三段时间分别设定，是因为在未来一段时间内，我国的资本存量还较年轻，折旧率不会太大，但2030年之后折旧率会提高。起始段设定为3.2%，可以让2018年计算得到净资本存量增

长率以及人均GDP增长率与各自的实际值相等。2041年之后采用一般经济模型里对折旧率的设定，即5%，中间2031—2040年为前后两段时间的平均值。

预测1给出的2018—2049年我国的平均增长速度为4.33%，预测2略高，为4.85%。两者的差距来自于对净资本存量增长速度的不同假设。在预测1的假设下，到2049年，净资本存量不再增长，而在预测2的假设下，那时净资本存量仍然可以保持2%以上的增长。即使是采纳预测1，我国未来30年的增长速度也不低：2030年之前，平均增长率为6%，2031—2040年下降到4.3%，2040年之后下降到2.1%。可以对比的是，日本在20世纪70年代初期因为布雷顿森林体系瓦解和第一次石油危机，被迫放弃出口导向的发展战略，之后的20年的平均增长速度只有3%左右（因数据来源不同略有差异）。值得注意的是，20世纪七八十年代是日本经济的黄金时代，除个人计算机之外，世界上多数新发明都来自于日本。然而，日本经济在这个时段的增长率并不是很高，说明仅靠创新是无法维持高增长的。从公式3可以看到，资本积累也是一个重要的增长引擎。我国自2010年以来的经济结构转型与日本在20世纪70年代的转型非常相似，而且，我国的技术进步也进入到快车道，在通讯、互联网和人工智能领域处于世界第一阵营，有理由相信，我国经济的黄金时代也将来临。我国与日本的不同之处在于，日本在20世纪70年代初的人均收入已经达到美国的一半左右，而我国目前的人均收入只有美国的四分之一强。从收敛的角度来看，这会让我国的经济维持一段比日本当年更高速增长的时期。但是，收敛的基础是资本积累，而不是技术进步。

预测1所显示的增长率已足以让我国在2049年实现成为现代化强国的目标。从人均收入的角度来看，现代化强国的标志是加入高收入国家的行列。更具体的，是达到OECD国家的收入门槛，即人均实际收入达到美国人均收入的45%。当前，世界上只有36个国家的人均实际收入能够超过美国的45%，除石油输出国之外，主要是OECD国家。按照购买力平价计算，2018年我国人均收入相当于美国的27.7%，简单的计算告诉我们，到2049年要达到美国的45%，2018—2049年我国的人均GDP年均增长速度超过美国的1.62个百分点就够了。美国人均收入的长期增长率在2%~2.2%之间，因此，只要我国的人均GDP增长速度超过3.82%，就可以实现进入发达国家行列的目标。如果预测1成立，到2049年，我国的人均收入将达到美国的51.7%，我国的GDP总量将超过美国的两倍。

四、讨论

以上预测假设内外环境基本稳定，不会出现较大的风险，但是，未来一段时间里，我国需要处理两大长期风险。一个是人口老龄化，另一个是变化的国际环境。

无论是否放开生育，我国的人口老龄化也是一个确定的趋势。然而，老龄化的挑战不在供给侧。从公式3来看，只有劳动人口比例的变化率才影响经济增长，而这个变化率是比较小的。而且，随着人工智能和自动化的推广，劳动力供给对经济增长的贡献将越发下降，甚至，在未来一段时间里，我们可能更要担心失业，而不是劳动力供给不足的问题。日本的经验告诉我们，老龄化的挑战主要是在需求侧。老年人的收入是固定的，因而不可能有较大的消费，而养老负担又会挤压年轻人的收入，降低他们的消费，正如日本正在发生的一样。

在国际领域，一方面，能够为中国增长提供支持的市场容量将越来越小，另一方面，我国工业技术的持续改进，将对其他国家的工业生产形成挤压。战后东亚地区国家的经济发展基本上符合雁阵模式，但是，中国崛起之后，世界经济增长的“雁阵”可能长期停留在中国。雁阵模式背后的推动力是“头雁”国家（地区）劳动力价格的上涨带动它们的企业把生产转移到劳动力价格更低的“后雁”国家（地区）。但是，随着人工智能和自动化的兴起，劳动力价格不再是一个重要的竞争要素，雁阵模式因而可能失效。另一方面，我国工业的门类齐全，生产网络周密，中等技术企业不会轻易搬迁到其他国家去，因而，即使其他发展中国家能够完成劳动密集型产业的发展，它们要想转型升级也会很困难。

如果以上判断是正确的，那么，未来、特别是2030年之后我国将不得不面对国内和国际市场双重的约束。如何破解约束，是未来很长一段时间里我国需要解决的问题。

---

[1] 姚洋，中国经济50人论坛成员，北京大学国家发展研究院院长。

[2] 刘遵义等，《非竞争型投入占用产出模型及其应用——中美贸易顺差透视》，《中国社会科学》，2007第5期，第91—103页。

[3] Su, Dan, and Yao Yang.“Manufacturing as the Key Engine of Economic Growth for Middleincome Economies”. *Journal of the Asia Pacific Econom*, 2017, 22(1), pp.47- 70.

[4] 刘舸帆，《基础设施投资对全要素生产率的影响》，北京大学挑战杯，2019年。

[5] Mao, Rui, and Yao Yang.“Structural Change in a Small Open Economy: An Application to South Korea”. *Pacific Economic Revie*, 2012, Vol. 17, No. 1, pp. 29- 56.

以所有权结构化、社会化推进要素市场化

刘尚希[1]

当今中国已成为世界第二大经济体，人均GDP接近9 000美元，与经济短缺时代相比已完全不可同日而语。在如今相对充裕的条件下，贫富差距问题凸显出来，于是就有人仍以传统思维对民营企业的发展进行解读，以至于出现了诸如“民营企业要退场”这样的奇谈怪论。应该说，时代不一样了，出现各种奇谈怪论也很正常。但实际上，民营企业的发展，不仅是个实践问题，更是个理论问题。出现这个问题，其实还是与理论的不彻底性有着密切关系，其中既有时代背景因素，又有社会对民营经济的发展，尤其对公有制经济与非公有制经济之间的关系，在理论认识上的不充分密切相关。作为学界人士，有责任、有义务进行这方面的研究。我认为，只有围绕产权制度进行更深入的理论探讨，完善体制机制，才能真正把习近平总书记的讲话精神贯彻落实好。

一、改革开放四十年的巨大成就得益于产权激励

只有完善产权制度，才能真正解决公有制经济与非公有制经济，即国有经济与民营经济之间存在的鸿沟。毋庸置疑，理论的不彻底性会导致认识的模糊性以及在实践中的摇摆性，这是相互关联的。所以，必须首先从理论上对民营经济发展的必然性进行清晰的阐释，即民营经济的发展不是中国的权宜之计。不仅要从现有的民营经济“五六七八九”的特征去推理，更要从逻辑上，从人类社会发展的趋势上，从所有权与产权、所有制与市场经济等基本理论问题上进行分析，从而得出自然的、符合逻辑的结论。

众所周知，中国的社会主义市场经济是在公有制基础上逐步建立并发展起来的。国外的理论界曾一度认为，在公有制基础上不可能搞市场经济，但我们偏偏搞成了，而且实践证明搞得还不错，其原因又如何从理论上来阐释？

从中国发展的历史进程来看，在公有制基础上建设社会主义市场经

济，并由此衍生出的非公有制经济，为什么能成为国民经济的主体？我认为这应当归功于产权改革形成的产权激励。改革开放四十年来，产权改革主要表现在两个方面。

一方面，在公有制经济领域，国企所有权与经营权从不分到分开。另一方面，非公有制经济从被禁止到放开，到鼓励，再到全面支持。这两方面通过产权激励实现了大发展，这就是说，产权比所有权更能促进生产力发展，成为经济发展的内在动力。解决吃饭问题、推动工业化、完善产业体系，都是在产权激励基础上实现的。但现有的产权制度并不完善，激励效应严重递减，只有进一步加快产权制度改革，才能填平公有制经济与非公有制经济之间的鸿沟，把这两者在产权基础上真正融合起来，才能形成经济发展的新动能。而如果在中国未来经济发展中依然按照公有制与非公有制两个板块来运行，那么板块之间就会产生摩擦，产生歧视。这种摩擦是体制性摩擦，这种歧视是所有制歧视。而要解决好这个问题，最根本的办法就是完善产权制度，把两个板块融合起来发展，在产权这个层次上真正做到一碗水端平。

综上所述，我认为，要贯彻落实好习近平总书记的讲话精神，不是喊喊口号、读读文件、表表态就可以做到的，而是要进行产权制度改革和创新。然而，产权制度改革又是艰难的，需要以清晰的理论做指导，可能还会触及各个方面的利益，不是一蹴而就的。但我们只能以改革的方式，以改革的办法去贯彻中央精神。不谈改革，只谈文件和政策，这种方式的“落实”往往是水过地皮湿，过去一阵子以后又会回到原状。

要以改革的方式来完善产权制度，不仅要从理论上说清楚，更要设计、协调好改革的方案，从而保证在实践中真正加以落实。只有这样，民营经济的发展才能真正融入整个国民经济当中，公有制与非公有制经济才不会成为泾渭分明的两个板块，才不会时不时发生摩擦，现实中各种各样的歧视才能真正消除。

二、经济活力来自产权，而不是所有权

深化改革，完善产权制度，涉及三方面问题。

（一）产权成为市场经济的基石，而不是所有权

产权是市场发挥决定性作用的基石。因为所有权强调占有，而产权

强调使用，占有是静态的，并不会带来财富，只有使用才能创造财富，只有拥有产权才能真正地推动生产力发展。

在市场经济条件下，尤其是在现代市场经济条件下，所有权社会化、结构化的趋势越来越明显。何谓所有权社会化、结构化？所有权实际上不是一个权，它是一束权，包括占有权、使用权、收益权、处分权，这些权是可以分解的，可以由不同的主体来行使。举个日常生活中的例子，一套房子的所有权属于某个人，但这个人可以通过出租的方式把使用权让渡给别人，承租人虽不享有所有权，但他因拥有了使用权而获益。同样，包括土地资源在内的大量生产要素虽然归国家所有，但并非由所有者直接使用。改革开放以来，大量国有的生产要素不是由政府直接使用，使用者当中不仅包括国有企业，也包括大量民营企业和个人。其实这就是国家所有权的社会化和结构化在现实中的表现。

以上举例说明，虽然所有权主体是一个，但它的产权可以形成多个。将所有权分解交给多个主体来行使，通过产权交易形成了多个产权主体，也就成为资源配置者。所有权和产权属于两个不同的概念。在现代市场经济中，所有权从绝对化变成了相对化，或者从完全所有权到不完全所有权，在这个趋势中产权衍生出来，产权人成为资源配置的主导力量，构成各类市场主体。微观活力来自产权人，而不是所有人。

是谁在进行资源配置？是使用资源的人，这部分人构成了产权主体，而非所有人这个主体。在改革开放进程中，产权改革最先从农村开始。在过去集体所有制下，土地由集体所有，吃饭问题都难解决，后来在不改变土地所有权前提下，通过大包干进行产权改革，推动所有权结构化、社会化，农民成为土地使用者和经营者。通过这样的改革，很快解决了我们的温饱问题，促进了农业生产力的发展，更是大大提升了全社会资源配置效率。后来在国有经济领域推动两权分离的产权制度改革，也激发了国有企业的活力。所有权可以不变，只要产权激励搞对了，经济同样有活力，发展同样有动力。中国不搞私有化，同样可以通过市场来配置资源并发挥决定性作用，其秘诀就在于产权改革。但这些改革并未完成，还在继续。如果不推进与社会主义市场经济体制相适应的产权制度改革，下一步的发展潜力就难以提升。

要提高资源配置效率，就不能拘泥于所有权的完整性，必须放弃不合时宜的绝对所有权。对于大量国有生产要素，若不能通过所有权分解、产权交易的方式，就不能得到有效配置，那实际就是对国有资源、国有资产的损害，限制其不能得到充分有效的利用，使它贬值。国有资

产只有在流动中，通过产权化才能完成其历史使命，使人民有机会分享更大的经济蛋糕，改善人民生活。从这个意义上来说，所有权社会化、结构化是一种历史趋势。

（二）当前存在所有权清晰，但产权不清晰的问题

对于作为所有权对象的生产要素或资产，过去长期是以占有为目的，而现如今是以收益为目的。如果没有收益，就意味着所有权在经济上没有实现，彻底虚化了。如此一来即使占有，又有什么意义？在市场经济条件下，以占有为所有权主要内涵的时代已经过去。在当今社会，占有只是手段，更重要的是获取收益，实现增值。收益权成为当今社会所有权的核心内涵，其他权能都可以交给其他更有效率的主体来行使。

而对所有权进行分解，让不同的主体来行使，这就是产权构建的过程。产权构建的过程，就是订立契约的过程，属于民法规范调整的对象。在市场经济条件下，产权成为公、私所有权的普遍实现形式。产权源自所有权，又超越所有权，也同时超越了公与私，成为资源有效配置的内在机制，故而成为市场经济的基石，产权制度是社会主义市场经济体制的基础性制度。

社会主义市场经济既非单纯的私有制，也非单纯的公有制，而是以产权为基础的混合经济。公有制经济、非公有制经济都将演变为“产权经济”。所有权已不是最重要的，从发展生产力的角度来分析，如何对资源进行有效配置，提高其利用效率，这才是最重要的。因此，要把完善产权制度作为新时代经济体制改革的重点，补齐短板、完善法治，持续加强产权保护，稳定长远预期。

（三）推进所有权社会化、结构化的改革

完善产权制度，填平公有制与非公有制经济之间的鸿沟，就需要加快所有权社会化、结构化的改革。模式的创新、产品的创新，往往是技术专利、研发人员、创意设计、风投等各种创新要素组合的结果。但在现实中往往遇到体制问题，这是因为大部分科研院所是公有制的，研发出来的成果如何实现转化？转化的收益归谁？过去认为这是国有资产，所有成果转化形成的收益应全部归国家所有，在这种情况下很难激发研发人员的积极性。如今国家出台了新的政策规定，科技成果转化收益的一定比例可以为研发人员个人所有，或由单位自主分配，从而调动了科

研人员的积极性，这就是知识产权社会化、结构化的优势所在。创业创新就需要对知识产权进行社会化、结构化，否则，创新是很难真正实现的。

所有权有公、私之分，而产权则是中性的、可以混合的，是一种民事权利。比如说国家的土地出让给私人企业甚至是个人使用，那么土地的产权是什么性质呢？土地的所有权要么属于国家，要么属于集体，这是清晰的，但是土地的使用者可能是国企、民企或是个人，此时，土地的使用权，法律上称为用益物权，作为一种产权，是公有还是私有，就说不清楚了，用划界的对立思维无法对此描述。国有土地，从源头来看是公有的，属于公共产权，但是从使用者来看，也可以说它是私有的，属于私人产权，土地的使用权受法律保护，因为订立了契约。在这种情况下，产权既非绝对的公有，也非绝对的私有，而是两者的混合，变成了一种中性的民事权利。这就是为什么我们讲所有权的时候往往有公私之分，但谈到产权的时候就很难用公与私的概念。所以，在市场经济的运行层面，在资源配置中，产权很难用公与私来分类和定义，公有制经济与民营经济的分类逻辑上也难以说得通。公与私的概念存在于政治层面、社会层面、经济层面，其内涵是有区别的，不能一概而论。决定社会性质的也不是公与私，而是取决于社会领导阶层的性质。

股份公司是市场主体存在的一种重要组织形式。股东并没有实际的经营权和控制权，仅有收益权，大股东可以参与决策，小股东可以影响决策。从股份制企业的组织形式来看，所有权的结构化、社会化发展到了一个新的高度。随着数字经济的发展，平台型企业组织形式日益涌现，所有权的结构化、社会化，还会得到进一步深化、拓展。

三、从以所有权为中心转向以产权为中心

中国有关所有权的法律是非常清晰的，而关于产权的法律则相对滞后。《物权法》历经14年8次审议终于在2007年3月16日的十届全国人大五次会议上通过并实施，可见，在公有制基础上建设市场经济比在私有制基础上建设市场经济的难度大得多，既面临很多新的理论问题，也面临很多新的实践问题。

无须讳言，中国的国民经济按照公有制经济和非公有制经济进行划分，从生产关系来说或许是有意义的，但从生产要素的市场化配置来说则会产生阻碍，不利于生产力的发展。基于此，不宜过分强化公有制经

济和非公有制经济的概念，不要动辄区分这是民营企业，那是国有企业，因为越强化这个概念，两者之间的分别就会人为凸显，就越会产生摩擦，在产权层面的融合就会遇到更大的困难。在进行混合所有制改革过程中，遇到了这样那样的困难，大多与过分强调国有经济、民营经济的分别有关。而过分强调国有经济和民营经济，恰恰是基于所有权的观念，而非基于产权，过于强调传统的生产关系，而忽略了当今生产力的要求。这说明，我们需要进一步解放思想，解决好公与私的问题。

尽管党的十九大报告强调要完善产权制度，夯实市场经济的基石，然而，受传统观念影响，人们不由自主地基于所有权去划分经济形态，根据所有制性质划分企业类型，这样就会出现所有制的歧视。这种所有制歧视又强化了我们的传统所有权观念，难以真正换位到产权观念上来。

完善产权制度，填平公有制与非公有制之间的鸿沟，社会主义市场经济理论与实践就应当从以所有权为中心转向以产权为中心，让产权走上前台，让所有权隐向后台。产权一旦取得主导地位，所有权也成了产权的一种形式，法律上的所有权与产权也就没了分别，后者通常被称为用益物权，两者仅仅是财产权的两种不同形式。对自物权（所有权）与他物权，如建设用地使用权、探矿权、采矿权、承包权、租赁权、经营权、开发权等产权形式，应一起得到同等保护，实现财产权的公平，稳定预期，提升社会诚信水平。

四、以所有权结构化、社会化推进要素市场化

供给侧结构性改革的核心问题，就是要素市场化改革。如何通过所有权结构化、社会化推进要素市场化，其实就是产权制度问题。由于中国的产权制度还不完善，公有制条件下的要素占有权、支配权等不够清晰，生产要素的市场化配置受到多种束缚，造成要素收益流失、交易成本偏高、资源错配、生态环境“公地悲剧”、相关领域体制改革推进艰难等问题，严重妨碍了国家治理能力与治理体系的现代化，应当创新在公有制条件下的产权理论，推进产权改革的实践。

（一）“产权”等基础性问题应成为供给侧结构性改革的一个总纲

第一，“所有权清晰、产权不清晰”是当前中国社会主义市场经济体制有待解决的基础性问题。产权混同于所有权、财产权与行政权不分是“产权不清晰”的根源所在。一谈到产权改革，有人就认为是私有化，这是一种非常错误的理解。在市场经济条件下，无论公有制还是私有制，如果要实现生产要素的市场化配置，离不开产权这个权利载体。不能简单地把产权和所有权画等号，产权源自所有权，但又超越了所有权。公有制和私有制是传统的生产关系描述，产权更多的是生产要素配置层面，根植于生产力的直接要求。

第二，进行供给侧结构性改革，“产权”等基础性问题应该成为关键领域改革的一个总纲。产权改革涉及国企，也涉及中央与地方的改革。比如属于国家所有的矿山、土地等公共资源，很多时候都是地方在决策，以至于形成一种观念，“在谁的地盘上，就归谁所有”。其实背后就是一个产权制度的问题，国有的矿山、土地等公共资源，虽然所有权上是国有的，但具体的占有权、使用权、收益权等所有权权能，并未有明确的法律规范，无明确授权。除了经营性国有资产，其他多延续了计划经济时期的“国家所有、分级管理”的模式，但“分级管理”实际演变成“分级所有”，很多区域之间的利益矛盾和国家凝聚力向心力的风险也由此引发。在我国公有制条件下，亟待重视与加强产权理论和产权制度方面的创新，这事关我国基本经济制度的完善与稳固，事关国家长治久安和稳定统一。

（二）产权构建过程就是民事立契过程、要素市场化配置过程

第一，市场发挥决定性作用，需要明确市场主体对要素的支配地位，在这方面还有大量工作要做。

第二，产权制度构建就是所有权分解后的权能作为要素在市场主体间的配置。

第三，产权制度构建需要理顺三大核心关系：首先，通过明确中央与地方政府间产权，理顺纵向产权关系；其次，通过区分财产权与行政权，理顺横向产权关系；最后，通过明确要素产权的公共属性与私人属性，理顺公私产权关系。

（三）以中央对地方确权为主线，构建财产权与行

政权分开运行的制度框架

第一，产权制度改革应以中央对地方确权为主线。首先，明确中央与地方政府对各类公共资源的财产权。其次，产权归中央的公共资源由中央行使财产权。最后，产权归地方的公共资源由地方行使财产权。

第二，在确权的基础上让财产权与行政权分开运行。

第三，在财产权与行政权分开运行的基础上形成要素市场化配置的产权制度。

---

[1] 刘尚希，中国经济50人论坛成员，中国财政科学研究院院长。

“以变求稳”推进中国经济高质量发展

黄群慧[1]

当今世界正经历前所未有的大变局，中国快速发展过程中面临的发展环境日益复杂和严峻。2018年中国坚持稳中求进工作总基调，稳妥应对中美贸易摩擦，确立了稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的经济工作目标，经济发展实现了在高基数上总体平稳、稳中有进。2019年中国经济面临的环境更加不确定，风险和挑战因素日益凸显，经济下行压力不断增加，“六稳”工作任务更加突出。在这种背景下，应该以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，审时度势，分析国内外经济形势，坚持稳中求进工作总基调，通过“以变求稳”来推进中国经济的高质量发展。这意味着“六稳”不能回到以刺激为主的传统政策思路上，而应该通过深化改革开放保证经济稳定发展。

一、以营商环境完善之“变”求企业发展预期之“稳”

面对世界经济增长乏力、贸易保护主义抬头、中美贸易摩擦以及国内经济转型等不确定性影响，企业家对未来经济发展预期不稳、信心不足，这成为影响企业投资和经济增长的关键制约。“六稳”的关键在于“稳预期”。通过对企业直接感受的具体营商环境的不断完善，直接降低企业经营成本、提升企业应对不确定性环境的能力，进而极大增加我国经济活力。营商环境可以认为是一个经济体内的企业在开办企业、金融信贷、保护投资者、纳税等覆盖企业整个生命周期的各个重要领域所需花费的时间和成本总和。营商环境的改善对吸引投资、提振企业家信心、促进企业再生产具有重要意义。

世界银行发布的《2019全球营商环境报告》对全球190个经济体商业监管环境的效率和质量进行评估排名，报告显示中国营商环境排位由78名大幅度上升到46名，被评为改进最显著的十个经济体之一，特别是在“获得电力”和“办理施工许可”这两项指标上得到大幅度改善[2]。围绕优化改善营商环境，2019年《政府工作报告》提出了以简审批优服务便

利投资兴业、实施更大规模的减税、明显降低企业社保缴费负担，以及各类资源使用的涉企收费、着力缓解企业融资难融资贵问题，将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%，城镇职工基本养老保险单位缴费比例可降至16%，这些在简政、减税、降费、融资便利等方面的实实在在的政策措施，直击当前企业经营中痛点和难点，极大推进了我国营商环境进一步改善。世界经济论坛（2019）发布的一份研究表明，降低税率对于我国企业创新活动具有重要的激励作用，每将实际税率降低一个百分点，企业专利申请的平均数量提高5.7%，发明专利申请将提高4.4%，实用专利申请提高4.7%，熟练劳动力比例提高14%。[3]

但是，必须认识到，我国营商环境还需要更加法制化、国际化、便利化和透明化，我国在改善政府服务效率、提高融资效率、提升城市公共服务水平、改善税收等许多方面仍然还有很大的上升空间。在2018年，中国企业家调查系统对2003年到2017年的营商环境进行了调查，调查结果表明，虽然在过去15年中企业营商环境有很大改善，营商环境指数（总分100）从40提升到60左右，但是营商环境指数总体还比较低，只是达到了刚刚及格水平，而且自2011年以来，营商环境指数得分呈现波动，不再是直线上升。[4]因此，为了“稳预期”、促进经济平稳运行和企业持续创新发展，政府进一步深化“放管服”，提高政府服务效率，优化企业融资环境，完善公共服务设施，促进创新环境改善，将具有重要的意义。

二、以加速创新创业之“变”求产业结构持续优化之“稳”

我国正处于工业化后期产业结构转型升级的关键爬坡阶段，产业结构正沿着智能化、绿色化、服务化和高端化的方向持续优化升级。以工业为例，近些年，高技术制造业和装备制造业增速都高于工业的平均增长。2017年，高技术制造业、装备制造业增加值分别比上年增长13.4%、11.3%，增速快于规模以上工业6.8和4.7个百分点，占规模以上工业增加值比重分别为12.7%和32.7%。与2012年相比，高技术制造业、装备制造业比重分别上升了3.3和4.5个百分点。2018年，高技术制造业投资增长16.1%，增速比全部制造业投资高6.6个百分点。2018年，规模以上工业战略性新兴产业增加值比2017年增长8.9%，规模以上工业高技术产业增加值比上年增长11.7%，分别高于整个规模以上工业2.7个和5.5个百分点。另外，在新工业革命背景下，基于移动互联、

物联网、云计算的数字经济新业态、新模式蓬勃发展，极大地提升了传统产业、促进了经济发展新旧动能转换，新动能成为保持经济平稳增长的重要动力。2017年由新技术、新产业、新模式、新业态等构成的经济新动能对经济增长的贡献度超过三分之一，对新增就业的贡献度超过三分之二。网上零售额年均增长30%以上，信息消费、绿色消费等新兴消费快速增长。

但是，总体而言我国产业结构问题还十分突出。具体而言，我国产业结构存在的问题主要表现为三个层面的失衡。第一，总体上存在实体经济和虚拟经济发展的失衡。近些年以金融、房地产为核心的虚拟经济过度膨胀，资金、人才等资源向虚拟经济过度配置，虚拟经济在国民经济占比增速提高过快，金融业占比甚至已经高于美国金融危机的该项比例，总体上经济呈现“脱实向虚”趋势。第二，工业和服务业发展存在失衡。在服务业效率远低于工业效率的前提下，服务业占比在近些年过快提升，平均每年占比提升超过1个百分点，很快超越了工业占比，到2018年达到了52.2%。服务业占比提升并不一定意味着产业结构升级，实际上由于服务业效率低于工业，服务业占比过快提升反而使整个经济效率下降，出现了产业结构的“逆库兹涅兹化”问题[5]，或者说是产业结构在数量上体现为“转型”但在效率上并未“升级”。第三，三次产业内部结构的失衡。对于三次产业而言，技术密集型产业和新经济比重还不够高，采掘业、重化工产业占比还相对较高，制造业总体供给质量还不够高，制造业高端化、智能化、服务化、绿色化水平还有待推进，服务业中生产性服务业的占比、质量和效率还有待提高，供给侧结构性改革还亟待进一步深化。

促进我国产业结构持续优化是我国跨越中等收入陷阱、步入高收入国家的关键，必须不断深化产业结构持续优化的趋势。这要求坚持创新引领发展，改革创新科技研发和产业化应用机制，提升科技支撑能力，加速创新创业，一方面推动传统产业改造提升，另一方面促进新兴产业加快发展，促进新旧动能接续转换。围绕推动制造业高质量发展和加快建设制造强国，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大绿色环保产业，加大基础研究和应用基础研究支持力度，进一步把大众创业万众创新引向深入，对各个方面都提出了具体的要求和政策导向。从实体经济健康发展的政策思路看，也应该把握三个方面导向：首先，提高制造业供给体系质量，围绕提高制造业供给体系质量深化供给侧结构性改革，化解制造业供需结构失衡；其次，形成工业和服务业良性互动、融合共生的关系，化解产业结

构失衡，构建创新驱动、效率导向的现代产业体系；最后，在“虚实分离”的常态中坚持“实体经济决定论”，从体制机制上化解“虚实结构失衡”，将风险防范的工作重点从关注金融领域风险转向关注长期系统性经济风险。[6]

三、以经济体制机制改革之“变”求经济高质发展动力之“稳”

深化市场化改革、向改革开放要经济增长动力是我国改革开放40年取得的最重要的经验，也是高质量增长、提高全要素生产率的内在要求。在国际环境风险和挑战凸显、经济下行压力增大的情况下，进一步深化改革开放无疑是2019年稳增长的必然要求。这要在两方面着力，一方面是进一步完善市场机制建设，促进市场公平竞争。以公正监管促进市场公平竞争，改革完善公平竞争审查和公正监管制度，加快清理妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法。按照竞争中性原则，在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面，对各类所有制企业平等对待。另一方面是培育多元有竞争力市场主体，规范市场主体行为。坚持“两个毫不动摇”，既要加快国资国企改革推进混合所有制改革，提高国有企业市场竞争力，又要优化民营经济发展环境，鼓励、支持、引导非公有制经济发展。

当前，深化国资国企改革仍然在我国经济体制机制改革中具有中心地位，必须从经济体制改革的系统全局视角来认识和推进国资国企改革，不能仅仅停留在把国资国企改革的目标定位为把国资做大做强做优，还必须考虑到深化国资国企改革对创造公平的市场竞争环境的重要意义。2017年以来，全国国有及国有控股企业利润总额同比都保持了较高的增长，但在注意到国企发展取得可喜的成绩同时，必须认识到国有企业业绩增长的主因是上游产品价格因素，而且这利润大幅增长背后也蕴藏着值得担忧的问题。一方面，从中长期看国有企业资产总体创收创益能力是下降的，国有企业总体经营效率低下的弊病一直未能得到有效改观，国有企业利润增速并不可持续。另一方面，由于国企处于产业链上端，近年来，上游国有大企业利润快速增长，很可能是以挤压为数众多的下游中小企业的生存空间及牺牲后者的利润为代价的。近年收缩态势最明显的是外资企业。从企业数量上看，我国的外资工业企业数量，在2012年达到峰值57 724家后，持续保持逐年下降的态势，到2018年

已经减少了1万家，外资企业的亏损面已提高到了25%。另外，民营企业数量增长明显放缓，民营工业企业的亏损面已提高到15%。因此，从我国经济发展全局看，深化国资国企改革的目标绝不能够忽视创造公平竞争环境、促进整个经济高质量发展的要求。

具体到国资国企改革本身，因为这是一项复杂的系统工程，在实质推进过程中一定要注意各项改革任务和政策措施的协同性。无论是国有企业功能定位和国有经济战略性重组，还是推进混合所有制改革和建立以管资本为主的国有资本管理体制，以及进一步完善现代企业制度，这些改革任务都不是割裂的，在具体推进过程中需要注意其协同性。例如，构建以管资本为主的管理体制，就要注意与国有经济战略性重组、深化垄断行业国有企业改革相协调。以管资本为主加强国资监管，最为关键的改革任务是改组组建国有资本投资、运营公司。这需要通过行政性重组和依托资本市场的兼并重组相结合的手段，将分散于各个行业、各个企业的国有资产的产权归为这些国有资本投资、运营公司持有，这也是一个国有资本布局战略性调整的过程。因此，改组组建国有资本投资、运营公司是要与国有企业兼并重组协同推进的。企业兼并重组的意义，一方面在于通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，促进资本合理流动和实现保值增值。另一方面通过开展投资融资、产业培育和资本整合等方式，推动产业集聚和转型升级，优化资本布局结构，而这正是改组组建国有资本投资、运营公司的目的所在。近些年不断出现一些中央企业重组案例，但没有与改组组建国有资本投资、运营公司相结合，属于单方面推进，将来还会面临再次重组的可能性。不仅如此，在改组组建国有资本运营、投资公司过程中，还需要综合考虑到建立有效市场结构的需要，要注意到改革政策与竞争政策的协同。国有企业在特定行业内的企业数量既不是越少越好，也不是越多越好，否则不是造成垄断就是造成国有企业过度竞争。国有企业兼并重组和国有资本布局调整要有利于形成兼有规模经济和竞争效率的市场结构，有利于化解当前经济运行的突出矛盾——产能过剩问题，这意味着国企兼并重组要与供给侧结构性改革相协同。因此，推进国有企业改革的整体协同原则，要求在推出“1＋ X”系列国有企业改革政策体系同时，在“十四五”时期根据经济高质量发展的要求对国有经济布局有一个整体规划，以利于指导国有企业改革的整体协同推进。

四、以区域格局优化之“变”求投资需求增长之“稳”

经济改革开放以来各个区域“竞争”发展，促进了中国的经济高速增长，但形成了东部、中部、西部发展不平衡的格局，虽然中央通过区域协调发展战略不断努力推进区域协调发展，但东部、中部、西部发展差异以及相对于东部地区，中西部地区发展的不充分问题依然突出。实际上，东部、中部、西部各个地区之间的发展水平差异程度，已经大到工业化阶段的差异，东部地区总体已经处于工业化后期，而西部地区只处于工业化中期。[7]这种差距虽然因为国家推进区域协调发展战略近些年有差距缩小的趋势，但是这个趋势并不是很明显。2018年在整体经济面临下行的压力下西部地区经济增长表现不佳。西部地区工业产品产量及占全国比重均出现下降，西部地区企业效益总体状况不容乐观，在创新方面更是与东部地区差距进一步扩大。2018年东部地区GDP增速下降0.4个百分点，中部地区下降0.2个百分点，而西部地区下降0.6个百分点。[8]在当前中美贸易摩擦背景下，原来设想通过推进西部地区承接东北地区的产业转移形成国内版“雁阵理论”，[9]又面临着极大挑战，更多的产业开始越过西部而迁移到越南等东南亚国家。

在认识到中国区域发展不平衡不充分是一个问题的同时，也需认识到这恰恰又是中国经济发展具有很大韧性和潜力的一个重要原因。在当前面临中美贸易摩擦、中国经济下行压力增大的背景下，通过进一步推进实施国家区域发展战略、统筹城乡区域发展、形成良性互动区域发展格局，不仅仅是促进区域经济高质量发展的必然要求，也对于经济“六稳”具有重要意义。针对东北全面振兴、中部地区崛起、京津冀协同发展和高标准建设雄安新区、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展、长三角区域一体化等重大国家区域发展战略，可以加快实施一批重点项目，这样既合理扩大了有效投资，稳定了总需求，同时又有利于区域经济的高质量发展。当前，我国的中部地区经济发展韧性较大，可以顺势而为积极推进中部地区的发展，但我国西部地区经济下行的压力巨大，尤其是东南亚国家对我国西部的“投资区域”替代性较大，有必要对西部地区的开放战略进行重要倾斜，以“一带一路”为抓手，吸引各类企业、特别是外资企业投资于西部地区，国家有必要制定“一带一路”西部地区的行动计划，给西部地区更多的政策倾斜，让西部地区在“一带一路”中有更多、更大的发展机会。从全国意义上，这既稳定了增长，又进一步促进了区域的协调发展。

---

[1] 黄群慧，中国社会科学院经济研究所所长。

[2] 马晓白、龙海波，《聚焦营商环境便利度关键指标，不断改善我国营商环境——上海市

优化营商环境的主要经验与启示》，《调查研究报告》，2019年第12号，http://www.drc.gov.cn/n/20190125/1-224-2897778.htm，2019-01-25。

[3] World Economic Forum, The Impact of Corporate Taxes on Innovation: Evidence from Tax Reform in China, https://www.weforum.org/agenda/2018/12/ the-impact-of-corporatetaxes-on-innovation-evidence-from-tax-reform-in-hina/.

[4] 中国企业家调查系统课题组，《改革开放40年：中国企业家的成长与贡献——2018·中国企业家队伍成长与发展调查综合报告》，《经济界》，2018年第6期，第90—96页。

[5] 蔡昉，《防止产业结构的“逆库兹涅兹化”》，《财经界》，2015年第2期，第26—29页。

[6] 黄群慧，《论新时期中国实体经济的发展》，《中国工业经济》，2017年第9期，第5—24页。

[7] 黄群慧、李芳芳等，《中国工业化进程报告（1995—2015）》，社会科学文献出版社，2017年，第48页。

[8] 贾坤，《2018年区域经济增长的速度、结构与质量特征》，《调查研究报告》，2019年第17号，2019年2月21日。http://www.drc.gov.cn/n/20190221/1-224-2897988.htm，2019-02-21.

[9] 蔡昉、王德文、曲玥，《中国产业升级的大国雁阵模型分析》，《经济研究》，2009年第9期，第4—14页。

迎接中国经济增长新高峰

王建[1]

近来在有关防风险和稳增长的讨论中，已经有越来越多的学者注意到，和国际经验比较，中国的经济、投资和消费增速的下降速度偏离得非常明显，因此有学者认为应该对这个现象进行更深度的研究，否则很难保证防风险和稳增长的宏观政策有效实施。而我认为，要解决经济持续下行的问题，摆在首位的反而不是政策，而是认识问题。

从宏观层面看，宏观政策是最底下的一层，上面还有制度安排，而最高层面的是认识问题。中国的改革开放，就是从突破“姓社姓资”的认识开始，然后才是市场经济的体制突破，才有了各种宏观政策取向的转变。今天中国经济增速之所以会持续下行，还是和两个认识走入了误区相关。如果这两个认识误区不打破，不管宏观政策怎么调整，经济增速持续下行还是无法摆脱。

第一个认识误区是认为中国经济已经进入了降速阶段，理由是工业化已经基本上完成，应该进入到后工业化时代的服务业主导阶段。由于有了这样的认识，对中国经济增长从高速阶段下来的变化，就有了足够的心理准备。但现在的问题是，经济增速一降再降，不断突破人们认为是正常的降速区间，这个时候才开始对降速的正常性产生了怀疑。2018年下半年以来，中央相继提出了“六稳”“七防”，我认为就是这种从“正常降速”到“不正常降速”认识的转变。

那么为什么“中国已经完成了工业化”的认识不对呢？因为中国的特殊国情是，中国是一个“二元结构”国家。对市场经济国家而言，一元结构是主流，古典市场经济是金字塔型结构，即越向下穷人越多，越向上富人越多。“二战”后改良了的市场经济是橄榄型结构，即中产阶级占主体。但二元结构是工字型结构，即上面有个较小的富裕群体，中间收入群体很小，再下面是一个庞大的低收入群体。

在中国目前的8亿城市常住人口中，高收入与中高收入群体占40%，平均年收入是6万多元，中国的居民人均收入大约是人均GDP的90%，折算成美元，这部分高收入人口的人均GDP就是2.5万美元左右。

中国农村居民中的最高收入只相当于城市居民的中等水平，但考虑到一部分高收入农村居民的收入已经达到城市中高收入以上水平，如果按高收入农村居民占农村居民的5%计算，则中国目前全体居民中，有大约近3.5亿人的人均GDP在2.5万美元以上。按一样的算法，中国目前其余的10.5亿人口的人均GDP就是4 000美元。

10.5亿低收入群体是中国的人口主体，处在这个收入水平上的群体，其消费力还处在满足了吃穿的小康水平阶段，而3.5亿中高收入群体才有能力买车买房，消费水平才进入了现代化的富裕阶段。进入21世纪以来，中国经济开始起飞，这得益于两大需求引擎的拉动：一个是新全球化所产生的外需，另一个就是3.5亿中高收入群体对房、车的需求产生的内需。以2012年中国汽车保有量增速下降和2015年中国房屋竣工面积增速下降为标志，中国先富人群的住房、汽车置业陆续完成，到2018年终于进入住房、汽车相继负增长阶段，相应带动围绕住房与汽车消费的一系列相关产业，如家电、家具等产业都进入了增长低谷。

但是，中国的人口主体还没有实现从“小康”向“富裕”阶段的跨越，因此由“二元结构”所决定，中国的工业化高峰也是两个，而不是一个。新千年以来出现的经济“起飞”是第一个高峰，第二个高峰将是由10.5亿低收入群体引起的更大、持续时间更长的经济增长高峰。

我们可以从三方面的数据来看这个新高峰的模样：第一，2018年中国千人汽车保有量是170辆，而发达国家是600~800辆，何以中国在170辆的水平上汽车需求就发生了停滞？很巧的是，日本在1970年也是170辆，而日本基本是在1975年完成工业化，之后则汽车保有率出现猛升，直到20世纪90年代上升到650辆。中国在170辆的水平就出现了负增长，就是因为3.5亿先富人群的房与车需求已经达到了“天花板”，但后期10.5亿人的需求将更庞大，会给房、车需求乃至整体经济增长提供更巨大的空间。第二，如果把目前10.5亿人的消费水平提升到3.5亿人的水平，中国的社会消费品零售额将从2018年的40万亿元增加到120万亿元，是今天的3倍。第三，按照工业化先行国的历史经验，当进入到居民消费从吃穿向住行阶段跨越的时候，首先是大幅度提升能源、钢铁等基础产业的供给能力，随后就会进入到以住房、汽车需求所引领的机械、电子和化工等重加工业发展阶段。而中国近十年来之所以会把“去产能”的重点放在钢铁和煤炭上，其实正是工业化开始进入到重加工业的标志，这个标志的产生，不是3.5亿中高收入群体的后工业化阶段所标志出来的，而是10.5亿低收入群体的工业化中期阶段所标志出来的。

第二个认识误区，就是所谓“基数大、增速慢”的规律。中国经济自改革开放以来已经经历了30多年的高速增长，目前GDP总值已经超过13万亿美元，居世界第二，所以官产学三界人士似乎已经共同认同了“速度应该下降了”这个判断。从工业先行国的历史经验看，的确在完成工业化后速度都开始下降，但那是对“一元结构”国家而言，是“一元结构”国家的经济规律，对中国这样的“二元结构”国家是不适用的。从世界范围看，世界经济也是二元结构，有美国、日本和欧盟等发达国家和地区，也有中国这样的发展中国家。如果因为发达国家的经济基数大了，全世界的经济增速也都高不起来，就不会有中国经济起飞的奇迹。缩小到中国内部，因为已经有过了一个经济增长高峰，或者因为3.5亿人的生活走入了现代化阶段，所以认为后面的10.5亿人就永远不会买房买车，就不会引起另一个经济增长高峰，同样也是错误认识。只有破除“基数大、增速慢”的梦魇，才能使中国经济走出低谷，进入第二个经济增长高峰期。

实际上，我们已经离第二个经济增长高峰期不远了。按新千年至今9%的经济增长速度计算，3.5亿人在新千年之初的人均收入水平是5 000美元，在此基础上出现了对住房和汽车长达10年的爆发性增长。而今天10.5亿低收入人口的人均GDP也已经达到4 000美元，离5 000美元并不很遥远，还是按9%计算，到“十四五”中后期，第二个经济增长高峰期就会到来。

从“一元结构”的经济规律和3.5亿人的工业化阶段出发，来看待中国经济增长问题，就必然会走入认识误区。如果认识不转变，仍然认为经济减速正常，认为出现经济低谷是由于降速阶段与经济周期叠加，因此所有政策都在围绕反周期打转，中国经济增长新高峰的到来就会遥遥无期。

最后，由于中国低收入群体的主体是农民，所以城市化是打破“二元结构”和走出经济低谷的根本举措。

---

[1] 王建，中国经济50人论坛成员，中国宏观经济学会副会长。

附录1

中国经济50人论坛成员名录

（第四届）

论坛学术委员会荣誉成员：

吴敬琏、刘鹤

论坛学术委员会成员：

白重恩、蔡昉、樊纲、江小涓、隆国强、杨伟民、易纲

论坛成员（以姓名拼音字母为序）：

白重恩 清华大学经济管理学院院长、教授

蔡昉 十三届全国人大常委、农业与农村委员会副主任委员；

中国社会科学院副院长、学部委员、研究员

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，教授、研究员

陈东琪 中国宏观经济研究院首席专家、研究员

陈锡文 十三届全国人大常委、农业与农村委员会主任委员，教授

樊纲 中国经济体制改革研究会副会长；国民经济研究所所长；

中国（深圳）综合开发研究院院长，教授、研究员

方星海 中国证券监督管理委员会副主席

郭树清 中国人民银行党委书记、副行长；

中国银行保险监督管理委员会党委书记、主席，研究员

韩俊 中央农村工作领导小组办公室副主任；

农业农村部党组副书记、副部长，研究员

韩文秀 中央财经委员会办公室副主任

黄益平 北京大学国家发展研究院副院长、教授

江小涓 十三届全国人大常委、社会建设委员会副主任委员；
清华大学公共管理学院院长，教授、研究员
李波 中华全国归国华侨联合会副主席，研究员
李剑阁 孙冶方经济科学基金会理事长；
广东以色列理工学院校长，研究员
李扬 国家金融与发展实验室理事长；
中国社会科学院学部委员、研究员
廖岷 中央财经委员会办公室副主任；财政部副部长
林毅夫 十三届全国政协常委、经济委员会副主任；
北京大学国家发展研究院名誉院长、教授
刘尚希 中国财政科学研究院院长、研究员
刘世锦 十三届全国政协经济委员会副主任；
中国发展研究基金会副理事长，研究员
刘伟 中国人民大学校长、教授
刘元春 中国人民大学副校长、教授
隆国强 国务院发展研究中心副主任、研究员
楼继伟 十三届全国政协常委、外事委员会主任，研究员
陆磊 国家外汇管理局副局长，研究员
马建堂 国务院发展研究中心党组书记、研究员
钱颖一 清华大学经济管理学院教授、清华大学文科资深教授
宋晓梧 北京师范大学中国收入分配研究院院长，研究员
汤敏 国务院参事；友成企业家扶贫基金会副理事长
汪同三 中国社会科学院学部委员、研究员
王建 中国宏观经济学会副会长、研究员
王一鸣 国务院发展研究中心副主任、研究员
魏杰 清华大学文化经济研究院院长、教授
吴晓灵 清华大学五道口金融学院理事长，研究员

夏斌 国务院参事；当代经济学基金会理事长，研究员

肖捷 国务委员兼国务院秘书长

谢伏瞻 中国社会科学院院长、党组书记、学部委员、研究员

许善达 国家税务总局原副局长，高级经济师

徐忠 中国银行间市场交易商协会副秘书长，研究员

杨伟民 十三届全国政协常委、经济委员会副主任，教授

姚洋 北京大学国家发展研究院院长、教授

易纲 中国人民银行行长，教授

余斌 国务院发展研究中心党组成员、办公厅主任、研究员

余永定 中国社会科学院学部委员、研究员

张维迎 北京大学国家发展研究院教授

张晓晶 中国社会科学院经济研究所副所长、研究员

张晓朴 中央财经委员会办公室经济一局巡视员，研究员

周其仁 北京大学国家发展研究院教授

周小川 博鳌亚洲论坛副理事长，教授、研究员

附录2

中国经济50人论坛企业家理事会成员名录

召集人 段永基 柳传志

秘书长 林荣强

副秘书长 王小兰

监事会 段永基 林荣强

理事会成员（以姓名拼音字母为序）：

毕明建 中国国际金融股份有限公司总裁

曹德云 中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长

陈东升 泰康保险集团股份有限公司董事长兼首席执行官

邓召明 鹏华基金管理有限公司总裁

丁建勇 上海东昌企业集团有限公司董事长

段国圣 中国保险资产管理业协会会长；

泰康资产管理有限责任公司首席执行官

段永基 四通集团公司董事长

桂松蕾 中新融创资本管理有限公司董事长

郭翠萍 中元宝通（北京）商业发展有限公司董事长

李雨浓 新联合投资控股有限公司董事局主席

林荣强 信远控股集团有限公司董事长

柳传志 联想控股股份有限公司董事长

柳甄 字节跳动高级副总裁

刘光超 北京市道可特律师事务所主任

刘晓艳 易方达基金管理有限公司总裁

刘志硕 中关村并购母基金合伙人；大河创投创始合伙人

卢志强 中国泛海控股集团有限公司董事长兼总裁

茅矛 云月投资管理有限公司合伙人

莫斌 碧桂园控股有限公司总裁及执行董事

潘刚 内蒙古伊利实业集团股份有限公司董事长兼总裁

潘仲光 上海潘氏投资有限公司董事长

平凡 上海朗盛投资有限公司董事长兼首席执行官

田熠菲 新理益集团有限公司总裁

王金生 北京天正中广投资控股集团有限公司董事长

王小兰 时代集团公司总裁

杨宇东 第一财经总编辑

郁亮 万科企业股份有限公司总裁

张毅 金杜律师事务所中国管理委员会主席

张志洲 敦和资产管理有限公司首席执行官

赵民 北京正略钧策管理顾问有限公司董事长

赵伟国 紫光集团有限公司董事长

周远志 新意资本基金管理（深圳）有限公司总裁

朱德贞 厦门德屹股权投资管理有限公司董事长

图书在版编目（**CIP**）数据

中国经济如何行稳致远 / 蔡昉主编. -- 北京：中信出版社，2019.8
（中国经济50人论坛丛书）
ISBN 978-7-5217-0795-3
I . ①中… II . ①蔡… III . ①中国经济 - 经济发展 - 研究 IV . ① F124
中国版本图书馆CIP数据核字(2019) 第143070号

中国经济如何行稳致远
主编：蔡昉
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：180千字
版次：2019年8月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-0795-3

版权所有·侵权必究

中国经济50人论坛丛书
Chinese Economists 50 Forum

中国经济发展新阶段的机遇

白重恩 蔡昉 樊纲 江小涓
隆国强 杨伟民 易纲 主编



回归本源｜重新梳理中国现代化的改革进程
突破瓶颈｜寻找经济发展新阶段的增长引擎

中信出版集团

目录

编委会名单

序言

中国经济的当下与未来

我国经济的结构转型和当前经济形势

从长期大势认识当前经济形势

面对百年未有之大变局

重新理解中国发展进程

增长是硬道理——对20世纪90年代以来宏观调控的回顾与反思

改革开放40年与外汇体制

理解新中国的工业化进程

我国农业重回规模化发展之路

国家治理与结构性改革

开放条件下的金融与货币：论中国金融供给侧结构性改革

改革预期的财政政策

金融改革的经济学

国家资产负债表与供给侧结构性改革

技术创新与市场机遇

全球技术周期视角下的中国创新机遇期

市场化与创新

推动高质量发展

推动空间高质量发展

把中等收入群体倍增作为一个大战略

附录1 中国经济50人论坛简介

附录2 中国经济50人论坛成员名录

附录3 中国经济50人论坛企业家理事会成员名录

版权页

编委会名单

主编：

白重恩

编委会成员（以姓名拼音字母为序）：

白重恩 蔡昉 樊纲 江小涓 隆国强 杨伟民 易纲

编辑工作人员：

徐剑 杨春 朱莉 李江洪

序言

“中国经济50人论坛”完全是一个非官方的学术组织，其目的是使一些学者能够经常地相互交流与沟通，定期或不定期地在一起讨论一些大家正在进行着的研究课题，相互启发一些研究思路。它不像美国的总统经济顾问委员会，是一个政府机构，也不像法国总理府搞的“经济40人”，德国科学院的“智人团”等，多少有些“官方色彩”。中国经济50人论坛完全像是一个“同人会”，尽管它的一些成员有政府职位，尽管在最初的成立阶段，国家信息中心和中国经济信息网提供了重要的组织方面的支持，但它本身不是一个（也没有意图成为一个）正式的机构，而只是一些经济学者自发组织进行交流的平台。

“中国经济50人论坛”成立以来，搞了不少“封闭式”（没有媒体报道）的研讨会，但“长安讲坛”则是一个面对公众的政策论坛，对任何参加者都不收取任何费用，每次活动请一位经济专家或学者，就自己近期研究的一个问题，做40～60分钟的演讲，然后听取听众的批评、提问，并答疑、讨论30分钟，在一个半小时的时间里，可以将一个问题相当深入地讨论一番。对听众来说，可以从专家的演讲和答疑中获得大量的信息、知识，可快捷地了解到这一方面问题目前研究的前沿状况；而对讲演者来说，这不仅是一个发布自己研究成果的讲坛，也是一个直接听取批评、发现问题、得到反馈，以便改进自己研究的绝好机会。中国经济50人论坛多年来坚持每两个星期搞一次“长安讲坛”，几乎所有在经济理论和经济政策领域里有所建树的学者、专家，都到论坛上宣讲过自己的研究成果，涉及范围广泛，讨论问题深入。回顾起来，已颇为壮观。也正因如此，出版界和我们论坛的组织者觉得，将“长安讲坛”和其他一些相关的公共论坛上大家的发言或发言的论文收为文集，或许具有一定的学术价值，也得以使大家的研究成果产生更大的社会影响。

在这套丛书的出版过程中，各位作者当然会对自己的论文或演讲稿进行一些修改和补充，在一定程度上，这里收集的东西，已经不同于当初在论坛上宣讲的内容，但这其实也是论坛本身的成果，体现了论坛的作用，因为论坛的目的就是在更广泛的讨论和辩论中，使大家的观点得到修整和完善。不过，在这套丛书中，我们仍然可以看到这几年来大家

所关心、所讨论的问题的踪迹，这也是一个历史的记录。

我们将努力把论坛的活动继续办下去，因此，这套丛书也会不断地出下去，也许会更加及时地反映论坛上大家所讨论的问题，使更多不能身临论坛的读者，能够及时了解论坛上的话题，以各种方式加入到经济问题的讨论中来。毕竟，中国的经济改革与经济发展，需要更多的人参与，需要有更多的新观点、新思想、新办法，需要有更多的民主机制，来解决我们所面临的和将要面临的各种难题，确保中国能够持续地发展下去。

樊纲

中国经济的当下与未来

我国经济的结构转型和当前经济形势[1]

姚洋

论坛成员、北京大学国家发展研究院院长

今天我给大家分享的题目是“我国经济的结构转型和当前经济形势”。

我讲三方面内容。

第一方面，2008年全球金融危机以来中国经济发生的重大变化：一是中国经济过去的十多年在世界上地位的改变；二是中国经济的结构性变化，包括结构调整。

第二方面，经济周期和经济增长减速。现在谈结构变化谈的比较多，但是很少有人谈经济周期。我觉得经济周期还是非常重要的，只有认识到经济周期才能采取一个比较合理的政策。2018年以来经济增长在减速，我个人觉得不是结构调整不到位的结果，而是2018年以来一系列政策所造成的，特别是去杠杆政策。

第三方面，中美贸易纠纷对我国经济的影响。我会着重讲美国跟中国搞贸易战的背景，分析一下背后的几股力量，然后谈一下贸易纠纷对中国经济的影响以及贸易纠纷的前景。

上周末在上海纽约大学发布了由上海纽约大学副校长雷蒙先生、哈佛大学教授丹尼·罗德里克以及我牵头，并有37位学者签名的关于中美经贸关系的联合倡议，在国内外有一些反响。后文也会稍微提及倡议的主要内容。

一、金融危机以来中国经济发生的重大变化

（一）中国经济在世界范围内地位的上升

先说激动人心的事情。2008年以来世界的经济总量中中国的占比越来越高，看一下数据就会感觉到震撼。10年前，我们国家的经济总量为3.37万亿美元，只有美国的1/4，是日本的2/3。到了2018年，我们的经济总量超过13万亿美元，已经达到美国的2/3，是日本的2.4倍。十年间我们的经济总量从占日本的2/3变成了它的2.4倍，这是一个非常了不起的成就。《财富》世界500强排行榜中，2008年包括香港在内我国只有37家上榜，而今年包括香港在内我国有119家上榜，美国有121家，日本只有52家。我们基本上跟美国差不多，照这个趋势发展下去，最迟2021年我们的世界500强数量就要超过美国了。中国人勤劳，并愿意奋斗，爱找自己的差距。2008年我们追问中国的企业在世界500强里的数量什么时候才能赶上日本，超过日本后又问能不能赶上美国，现在我们赶上了美国，又说自己大而不强。有人指出，中国在世界500强里的119家企业，利润一半都是银行贡献的。

我想指出的是，中国取得这么大的成就是逆世界而动的。在2008年金融危机之后，整个世界经济都在下行。2009年全世界很多国家的经济是负增长的，而中国是正增长。为什么呢？我觉得是因为反周期措施到位。我们放出了四万亿计划。有很多人不喜欢四万亿计划。四万亿计划确实有很多问题，但是它管用。我们很多企业的发展都倚仗这个四万亿计划。山东潍柴动力在2008年的时候还是一家不大的企业，就这10年时间它也进入了世界500强。华为也是一样，没有这10年的发展，华为不可能有今天。

财富在向中国转移。美国有大量的贸易赤字，中国有较高的贸易盈余。赤字国的财富向盈余国转移。图1-1是中国贸易盈余总量和美国在其中的贡献比例。看左轴，中国的贸易盈余在2015年达到顶峰，然后降下来了，但到2018年仍然有3500多亿美元。这其中美国的贡献有多少呢？美国的长期贡献超过100%，最高峰接近500%，这意味着中国对世界其他国家都是有赤字的，所有的贸易盈余来自美国。2015年之前，美国的贡献比例略有下降，2015年之后又有所上升，回到100%以上。因此，可以说中国的贸易盈余来自一个国家。贸易赤字意味着必须借款，向盈余国借。美国有美元优势，我们叫它美元霸权，它可以印钞票。短期来说对我们不利，会稀释我们的美元资产。黄海洲和他的合作者帕特里克·博顿提出了一个货币的股权理论，认为货币就像股权，企业增发股

票，原来股东的股份就会被稀释掉。但是，发钞票就意味着向股东们发股票，未来付息还本的代价就会提高，长期而言，就是美国财富向中国转移，美国的子孙后代欠中国越来越多的钱，除非有一天美国人赖账，说“game over”（游戏结束），但这个很困难。我想，靠印越来越多的钞票，不停地稀释美国债务，长期来说这是困难的。所以从这点来说，我觉得以前关于贸易不平衡的说法是不对的。当一个国家有贸易赤字的时候，就是在消耗自己的国力。就像一个家庭，一家人天天在借贷生活，指望子孙后代帮忙还款，这不就是在消耗家庭力量吗？作为一个国家，就是在消耗国力。所以一般的经济学家说贸易赤字没有问题，我觉得是不对的。

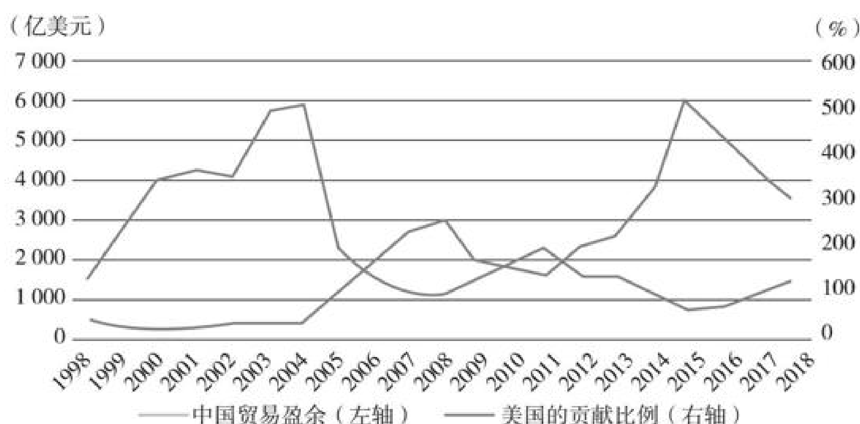


图1-1 中国的货物贸易盈余和美国的贡献份额

资料来源：美国商务部，http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html。

中国是制造业第一大国，现在制造业增加值占全世界的四分之一。从我们的出口产品来看，中国进步非常大。有些人的印象还停留在中国出口服装鞋帽的阶段，但20年前，我们就开始以出口电子产品为主了，现在出口规模最大的是机械产品，而且带有一定的高科技含量。可以看到40年间有一个轮回，现在出口的优势产品又回到计划经济时代搞的机械行业、重工业上了。虽然我们又回去了，但它插上了新技术的翅膀。我去看过济南第二机床厂，这个厂很有意思，到今天它连董事会都没有，还是厂长在管理事务。其他国企都已经公司化改造了，但它连公司化改造都没有。这家工厂在济南市区里占地面积很大，济南市总想把这块地收回来，但是它的厂长给顶住了。这家工厂的产值也不高，就几百

亿元，只生产一种东西——汽车冲压机床。在国内这家工厂占有的市场份额是80%，在国际上能打败德国、日本的企业。引以为豪的是这家工厂把机器卖到美国通用汽车，并且派工人去指导美国工人安装、调试和使用这台机器。这家工厂的工人在济南通过互联网，能日夜不停地监视那台机器，有小毛病可以直接用计算机调试，出了大毛病就派技术工人帮对方修理，根本不用美国人动脑筋。这家工厂的工人绝大多数都拥有大专文凭，它已经不是我们所想象的那种传统工业企业了。

中国正在成为创新和金融大国，中国的创新能力大幅度提高。2008年我们的研发投入不到500亿美元，2018年我们的研发投入达到2890亿美元。这是我们官方的数字，经济合作与发展组织的数字是5000多亿美元，这个数字快要跟美国平起平坐了。即便是按我们官方的数字算，我们的研发投入也占GDP（国内生产总值）的2.2%，已经超过了很多发达国家。美国、日本、韩国比我们略高一些，但我们把经济合作与发展组织的平均水平以下的国家都甩掉了。请注意，虽然我们的人均收入水平比不过一些国家，但是我们的科研投入强度已经超过了它们。

进入21世纪之后，日本几乎每年拿一次诺贝尔奖，很多人又开始检讨中国这不行、那不行，我觉得这是认知错误。日本人得奖，很多工作都是在20世纪70年代、80年代做的，我们现在相当于日本的20世纪70年代。我觉得目前在北大、清华、中科院能拿诺贝尔奖的肯定有二十几位。今天在座的如果有学科学的，极有可能会在三四十年后获奖。现在做科研很简单，一是要有人。这个中国没问题，我们的人口基数足够大，天才在人口中的比例是固定的。二是要有钱。这个中国也不太缺。有了这两项就没有什么大问题。高水平大学缺这个、缺那个都是次要的，最重要的，一个是人，一个是钱，有了这两个你不想成为一流大学都难。如果给老师的工资都是一年120万人民币，你看看是不是能招到世界上最好的老师。

我以前对科学家特别崇拜。有一次我见到一个化学家，他说经济学家都特别聪明，经济学家写的数学公式他们都看不懂。我说化学家多好，创造这么多的财富。他说化学家都是靠运气试出来的，chemistry（化学）就是“chem is try”（化学是尝试）！“try”（尝试）是要钱的。

“一带一路”提升了中国在世界金融领域的地位，我们牵头设立的亚洲基础设施投资银行、金砖国家新开发银行，还有国内的丝路基金、国

家开发银行、中国进出口银行，都是证据。国开行是真正的“宇宙大行”，它的全部资产是4万多亿美元，全世界所有的发展性银行加起来才是它的零头。国开行2017年在“一带一路”上的放贷额超过世界银行在全球的放贷额。我们生活在国内，所以不太关注这些事情，但是在国际上感受到的中国压力是非常强烈的。

（二）中国经济的结构性变化

下面谈经济的结构变化。最大变化就是我们告别了出口导向的发展模式。出口导向有一个好处，就是需求不是内生的，而是别人给的。就像我在威斯康星大学的一个老师，以前他对中国印象挺好的，但现在他的心态变化了，说中国有那么勤劳的人民，他们给我们提供那么大的市场，我们想不发展都难。也就是说，我们的需求不是我们自己创造的。事实上在危机之前，我们的出口占GDP的比例在2006年就已经达到顶峰，将近35%，之后一直在下降，近年来是17%~18%（见图1-2）。这个对一个大国来说仍然有点高，美国只有10%，日本也是17%~18%。这是一个非常大的变化，出口不再是推动增长的主要动力，这几年我们的出口对GDP增长的贡献微乎其微。

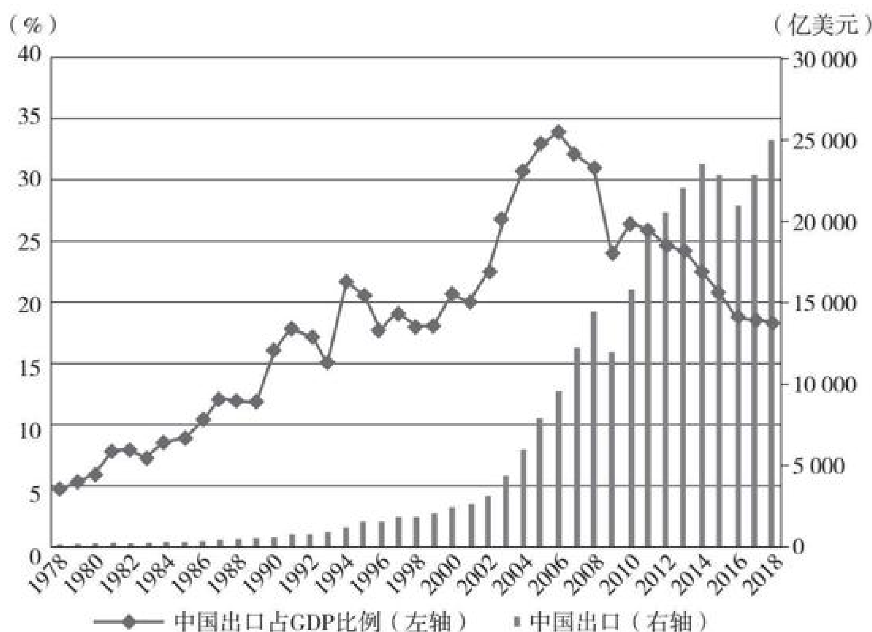


图1-2 中国出口和出口占GDP比例

资料来源：国家统计局网站。

另外一个变化是工业化和去工业化。图1-3显示的是三大产业的就业份额的变化。第一产业农业就业份额下降，第三产业服务业就业份额上升，服务业成为最大的就业部门已经很多年了。最有意思的是第二产业工业就业的变化。从这张图上我们能看到中国的工业化进程有两个高峰期，一个是计划经济时代，另一个是加入世贸组织之后的10年，这两个时期我们的工业就业各增长了10个百分点。事实上，20世纪80年代、90年代中国的工业化没什么进步。从就业比例来看基本上是在波动，当时在准备最后的冲刺，就是加入世贸组织。加入世贸组织头10年完成的工业化进程，相当于2000年之前40年走过的路，所以加入世贸组织是非常重要的。照我看，中国现在看到的大部分财富都是加入世贸组织之后积累起来的。

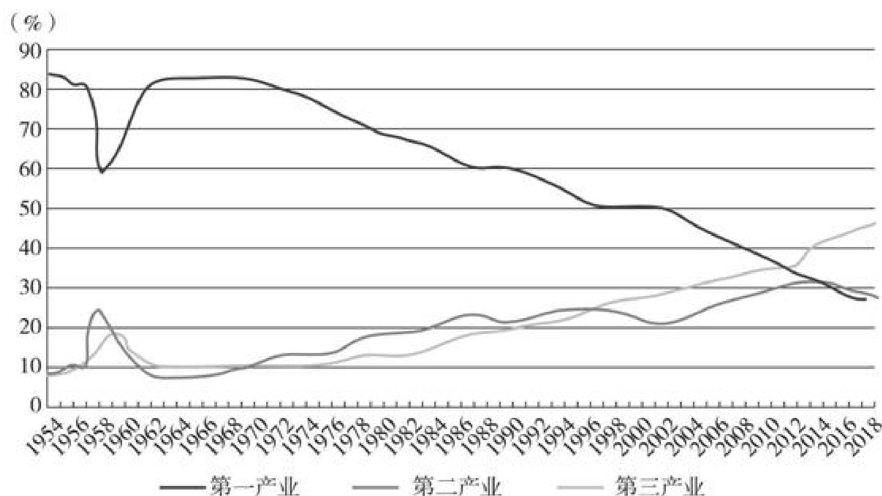


图1-3 三大产业就业比例的变化

资料来源：国家统计局网站。

但是2012年之后，工业就业达到顶峰之后开始下降。为什么不是2008年、2009年？因为有四万亿投资的刺激。接着我们又往上冲了几年，达到了工业化顶峰。一个国家的产业转型大都跟外部冲击有关，日本就是如此；韩国比较平稳一些，20世纪80年代末开始去工业化，但是经济转型要等到亚洲金融危机之后。我们国家受金融危机冲击较大，估算去工业化大概提前了五六年时间；如果没有金融危机，可能工业化还可以持续到2017年、2018年。顺便说一下，工业就业最高峰在这里显

示的是30%，这个数字恐怕不准确，农业的份额高估了。我觉得最高峰的时候，工业就业应该达到全部就业的35%，这个和其他成功的经济体没有太大差别。

接下来是人口结构的变化。图1-4是劳动年龄人口占全部人口的比例，有两拨大的增长：20世纪70年代中期到80年代末和21世纪的头十年。有时候我们回头看历史，会发现中国真的非常幸运。1978年邓小平在做改革开放决定的时候，也并不知道会发生什么，但是很幸运，中国过去40年里在两次重要的时间节点上都踩对了拍子，第一次是改革开放，第二次是加入世贸组织。从20世纪70年代中后期开始，我们的人口结构开始走向优化，劳动人口占比一下子上升了10个百分点，这一拨人口红利被农村改革赶上了。到20世纪90年代人口结构没有太大变化，加入世贸组织后我们又“冲锋”了一次，第二拨人口红利到来。到2010年，金融危机来了，我们退出出口导向发展战略，而我们的人口结构也开始下行。

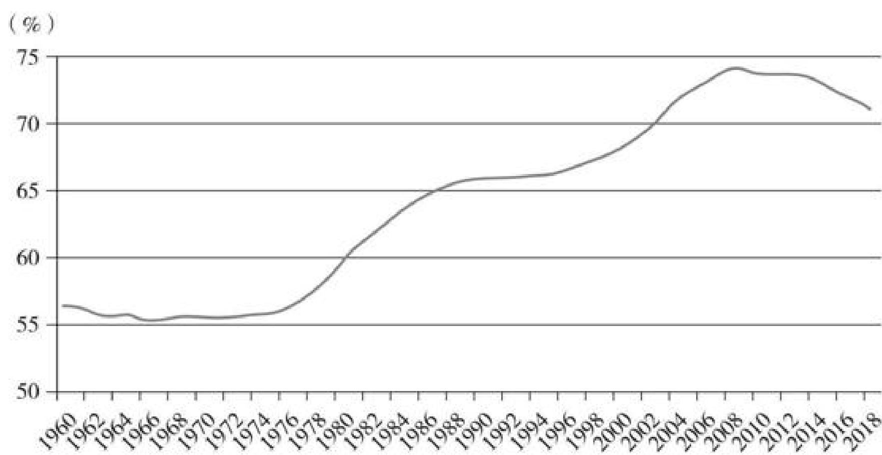


图1-4 劳动年龄人口比例（15~64岁人口占总人口比例）：1960—2018年

资料来源：Wind（金融数据和分析工具服务商）。

从2012年起，我们开始搞结构调整，后来总结为“三去一降一补”。这些年“三去一降一补”做得怎么样呢？去库存做得相当不错。但这纯粹是一个偶然因素决定的。2016年，政府实施一轮强刺激，使得三四线城市7亿平方米的房地产库存全部消化掉了。2016年7月我参加总理座谈会时提了一个建议，建议让政府出点钱，补贴老百姓买房子，把三四线城市的房地产库存消化掉。虽然这个建议没有被采纳，但政府做的基本上

是这件事情。政府做的是货币化棚改，原来是给现房，后来改成货币化。一搞货币化棚改，房价就上去了。老百姓都是“追涨杀跌”，所以房地产库存也就消化掉了。去产能，靠的是行政命令，比如北京周边很多钢厂和小煤窑都关掉了。结果，2016年、2017年经济转好的时候，我们还要进口钢材和煤炭。现在看来，去产能比较彻底的行业，目前的利润情况都比较好。去杠杆的效果等一会儿我再讲。“降成本”做得比较好，降税、降费非常显著。这几年我们不停地降税，今年的税收大概要降两万多亿元，这是非常大的降低。“补短板”是个慢活儿，我们也做了很多，“放、管、服”改革等等都是补短板的，但这是一个长期工作。

新常态下的中国经济增长在减速。这个大家都看到了。现在服务业是最大的就业部门，增长主要靠内需，内需增长占增长的75%。但靠内生增长，速度必定会降下来。企业进入了一个比较长的优胜劣汰时期。我个人觉得通过2012年到2016年的调整，优胜劣汰基本完成，但是有些人觉得还不够，要接着淘汰。我觉得过去这两年“去杠杆”和“环保风暴”，让一些本来不应该死的企业死掉了，有些过了。劳动密集型行业向国外转移正在发生，但是转移速度没有我们想象的快。国内企业转型和技术升级做得相当好，你到企业里去看一看，只要是有一些技术含量的企业，车间里面基本上看不到人，全都是自动化的。好的方面是劳动收入占比上升，收入分配格局改善；国内消费比例上升，储蓄率下降。

根据日本贸易振兴机构发布的报告，2018年中国产业工人一年的全成本是10500美元，在亚太地区仅低于台湾地区，台湾地区是18500元，大陆的成本已经超过了亚太地区的所有发展中经济体。两年前我们比马来西亚和泰国便宜，现在我们已经超过它们了。所以中国肯定不再是一个便宜的地方，有些劳动力密集型的行业转移出去也是很能理解的。

图1-5是支出法GDP构成，显示的是所谓“三驾马车”。黑色线是消费，深灰色线是资本形成，最下面的浅灰色线是净出口。这几年的净出口占比已经很低（2017年的数据有问题，跳动非常大）。国内消费占比在2010年触底，最低的时候是48%。过去七八年间，所谓的再平衡速度非常快，基本上和前期的失衡速度一样快，消费占比每年要提高将近一个点，这是非常快的再平衡过程，相应的投资占比就会降下来。所以，再平衡已经发生。

我觉得中国经济增长减速不是很大的问题，所有的国家都经历过经

济增长减速。比如日本，它在20世纪70年代初之前也搞出口导向，20世纪60年代的平均增长速度是10.5%，如果把20世纪50年代加上就是9.2%，跟中国差不多，甚至比中国还快一些。但是1971年布雷顿森林体系瓦解，日元升值了30%多，再加上1973年的石油危机，出口导向的模式就不能维持了，所以日本进入了创新时代。20世纪70年代、80年代日本的平均增长速度在3%左右，但却是日本真正的黄金时代。在那二十年里，世界上几乎所有新的电器产品都来自日本，日本的产品有质量保障，而且价格也还算合理。

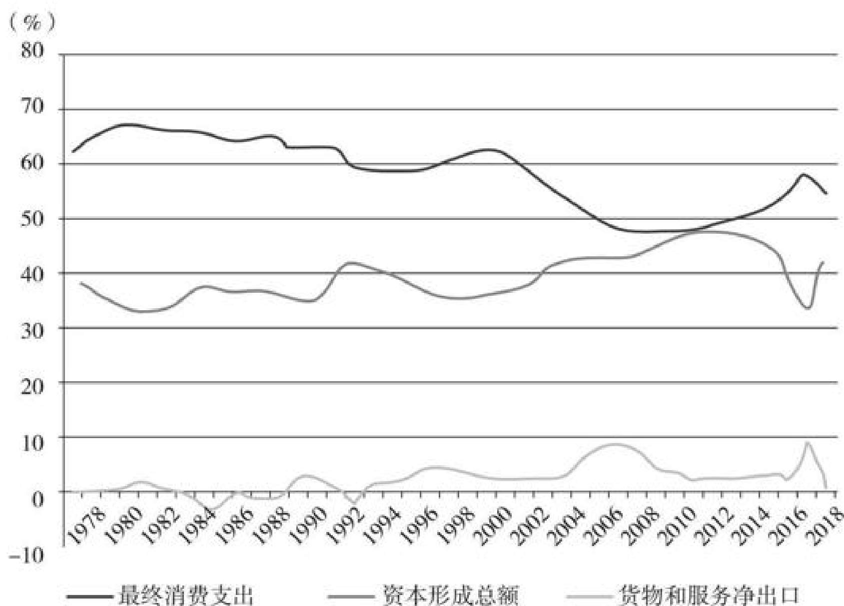


图1-5 支出法GDP构成

资料来源：国家统计局网站。

我们年轻的时候也追日本明星。那时候女大学生心目中的男神是高仓健，他的形象代表了日本的上升期。高仓健的每一部电影都是爆款，其中有一部《海峡》，讲的是当时日本修津轻海峡海底隧道的故事，隧道连接本州和北海道，高仓健在电影中的形象伟岸冷酷。今年1月我们全家去有马温泉，这个温泉在神户的山里面。从温泉到神户，也就半个多小时的车程，车在高速路上刚走一会儿就钻进了一个隧道，在隧道里就感觉车子一直在往下走，一出隧道就进入了神户市中心。当时我就在想，只有一个上升的民族才会干这种事——没有多少实际用处，更多是为了炫耀——当你走下坡路的时候，你不会去想这些。所以，再过三四

十年我们回头看就会明白，现在是中国最好的时代。今天你再看日本影视剧是什么内容？《深夜食堂》！我看了一集就觉得日本民族没希望了：一个年轻漂亮的女性不知道自己该过什么样的生活，最终选择嫁给一个和尚，而且觉得嫁给和尚也挺好。20世纪80年代的女孩都想要嫁给高仓健，现在要嫁给一个和尚！这就是日本老龄化的写照。从1993年开始，日本经济的平均增长速度是0.2%。

中国的老龄化也很快会到来，但较快增长的时间可能会比日本的长。中国是一个更大的国家，我们的人口是日本的10多倍，地域差距也比日本大得多，所以我们可以维持比较长的增长时间。我计算过，从现在开始，只要我们在未来30年保证年均3.7%的增长速度，2049年中国的GDP总量就可以达到美国的两倍，人均收入达到美国的45%。可能有人会问，怎么才45%？实际上这不低，45%是现在发达国家的门槛，只要能达到美国人均收入的45%，就是发达国家——是真正的发达国家，而不是世界银行定义的发达国家。我们要在那个时候达到美国人均收入的45%，并且不仅收入水平很高，而且是平均的，那么一线城市肯定要超过美国的人均收入。所以我们不需要那么高的增长速度，3.7%就够了。如果我们的增长速度从2016年的6.5%，匀速下降到2049年的2%，平均速度就是4.3%。所以，3.7%是一个容易达到的目标。

二、经济周期和2018年来的经济增长减速

（一）经济周期

1992年以来，中国有很明显的经济周期。1992年到1997年，邓小平南方谈话带动了“投资热”，投资增长带来景气上升，其中一个就是海南省的投资热潮。因为那一次海南的房地产热，直到最近几年在海南一些地方还能看到“投资后遗症”。接下来是1998年到2003年，亚洲金融危机所导致的景气下降期。然后是2004年到2010年出口增长导致的景气扩张期。接着是2011年到2015年，全球金融危机导致的景气下降期。2016年到2017年接着又进入景气的上升期。

看一下GDP和投资增速的情况，周期还是比较明显的。1998年之前我们的增长速度在下降，当时投资很热，1993年那年我们的投资增长了60%。朱镕基当时是管经济的副总理，他要压一压投资热，但是时机不

是太好，马上就是亚洲金融危机，投资一下子降到了10%以下。按当时的标准来看，降到10%以下就进入了一个比较低的景气期。2003年之后，增长的高峰期到来，投资增速又上去了，达到20%~30%。2012年之后几年，投资增长率又到了10%左右，GDP增长速度也下来了。我看中国的GDP增长统计，在增长比较高的阶段是低报了增长率的，在低增长的时候又补回去了。

看国家统计局公开发布的居民消费价格指数（CPI）和生产价格指数（PPI），周期会更加清楚一些，特别是PPI。我们国家的CPI统计不是很准确，因为商品篮子怎么确定有一定难度，但仍然能够看出周期。很明显，1998年之前是通胀的。1994年的通胀率最高，CPI是124。1988年的CPI是118，引起了恐慌抢购，当时有些人拿浴缸去买酱油，储存酱油。我那时候正要结婚，我太太的姐夫跑到西安的唐城百货去抢购，售货员扔出来什么东西你就得赶紧接着，结果接到一台华生牌电风扇，到现在还在用着，质量特别好。有了那次经历之后，1994年之后就没有恐慌了。1998年之后，中国的CPI基本上没超过110。央行在这个过程中管理经济的能力越来越高。按理说在出口大增、外储增长非常快的年份里，通胀压力非常大，但是央行管理得相当好。

PPI的统计更容易，因此周期就更明显。PPI指数中，100表示生产者价格和上一年相比没有变化，超过100就是通胀。根据国家统计局发布的数据，1998年之前，PPI显著高于100，通胀压力很大；1998—2002年，PPI基本上都低于100；2003—2012年，除2009年之外，都高于100，之后下来了，然后到2017年又变成正的，但过去这几个月又变负了。从历史数据来看，PPI是比较准确的，对经济表现有先导的意味。

此外，我们国家的经济周期基本上是5~7年一个小周期，和世界的大宗商品周期吻合。7是一个神奇的数字，婚姻有七年之痒，经济周期也是，我觉得跟大家的心理状态有关。结婚头几年相看两不厌，到了第三、第四年有人就开始厌倦，到了第七年就要离婚。经济发展也是一样，一开始大家都拼命上产能，上了四五年觉得不太对劲，就要开始退出，到了第七年开始转换。

我刚才说了，2016年的时候我们有一次经济刺激。为什么搞刺激？2015年我们有股灾，同时又有“8·11”汇改。股灾影响信心，汇改造成资金大规模外流。“汇改”是在不恰当的时候做了一件正确的事情。那时候

人民币贬值压力太大了。按理说，要想让人民币浮动起来，最好找一个人民币有升值压力的时期，这时放开不会造成资本外流。当人民币有贬值压力的时候，放开它的浮动，大家想的是赶紧跑，因为有贬值预期。那一年我们的外汇储备减少了1万多亿美元。2015年、2016年我们的经常项目还有盈余，得把盈余部分加上，因为盈余部分也跑掉了。这样里外大概损失了1.4万亿美元。这个情景非常危急。到了2016年，我们不得不重新实施资本管制。我个人觉得对发展中国家来说，资本管制是必要的。没有人喜欢资本管制，但是没有资本管制，当资本大量外流的时候，一个发展中国家是顶不住的。

亚洲金融危机之后，巴西无辜“躺枪”。亚洲金融危机之后国际资本的头寸都很紧张，因而巴西资本外流。巴西好不容易从恶性通货膨胀里面走出来，巴西货币雷亚尔也稳定下来，结果资本一外流，雷亚尔就开始狂泻。巴西总统卡多佐原来是一个社会学家，他的功劳很大，把巴西的恶性通货膨胀遏制住了。克鲁格曼是一个比较尖刻的人，他建议卡多佐总统向马哈蒂尔学习，停止外汇兑换三个月，否则雷亚尔就完了。结果，卡多佐的回答是，巴西不能自我贬低到亚洲三流国家的水平。他觉得巴西是一流国家，结果他摔得很惨。民族自豪感谁都有，但是不能当饭吃。事实上，过去二十年，巴西的经济基本上是中国经济的附庸，中国经济好了巴西就跟着沾光，中国经济慢下来了，巴西就完了，因为它纯粹是一个靠资源的国家。

（二）资管新政与2018年以来的增长下滑

与资本管制同步，2016年春，政府开始强刺激，之后，中国经济开始复苏，2017年所有的指标都好起来，国有企业的利润增长40%。我问过一些民营企业，都说好得不得了。我们有个搞炼铝的EMBA（高级管理人员工商管理硕士）的同学，2016年盈利为两亿元，到2017年盈利为20亿元，一下子增加10倍，好得不得了。统计局发布的2017年的增长数字是6.9%，我个人感觉应该比这个高。但到了2018年，风云突变，四个季度的增长速度一直往下掉，今年又接着往下掉，而且掉的速度非常快，原因何在？

我前面说了，一个原因恐怕是环保风暴。但环保风暴2019年开始放松了，大家感觉2019年冬天北京的空气没有2018年的好，2019年夏天的空气质量也没有2018年的好，说明环保放松了。我觉得，持久的原因

是去杠杆太猛。2017年底中央经济工作会议提出去杠杆，因为“三去一降一补”只有去杠杆没做，所以要去杠杆。去杠杆的方向是对的，这个一点问题都没有。我们国家的杠杆率太高，特别是国有企业和地方政府那里的杠杆率太高。当时目标确定的也是要去这两个领域的杠杆，但是采用的方式方法，我个人觉得是有问题的。一是太猛，二是太严厉。集中体现是资管新政。

资管新政有下面几项内容。一是银行的表外业务转为表内管理，就是要管控风险，因为如果表外业务不受资本充足率的管制，杠杆率就会非常高，风控也不完善，转入表内管理，既可以降低杠杆率，也可以加强风控。二是银行资管业务从银行剥离，目标是要打破刚性兑付。老百姓在银行买资管产品，就觉得银行得帮他保本。我的儿子去海外读书回来之前，我太太觉得我是经济学家，得管我们家的投资，我说行。我跑到工商银行——工商银行发我的工资——在柜台上买了几个资管产品，人家叫我买什么我就买什么。为什么？因为我相信银行不会骗我，怎么能骗我呢？结果全亏了，我买的资管产品没有一个有盈利的。但像我们这种人至少有一点是明白的，愿赌服输，我知道这个资管产品有可能不保本。但是普通老百姓不这样认为，他们觉得在银行柜台上买的东西怎么能不保本呢？所以有一个刚性兑付问题。资管新政要求把资管业务从银行里面剥离出来，成立一个资管公司去卖产品，强化它的非银行性质，这也是对的。三是清除股权和债权投资产品的期限错配。以前，资金池泛滥，就是弄一些短期资金放在里面，投的项目都是长期的，期限不匹配，这都是有风险的。现在不让这么做了，必须亮出底层资产，期限一对一匹配，消除期限错配。和前两条不同，这条措施从根上就不完全正确。金融的一大功能就是配置风险，金融机构的作用就是为投资者组合风险。资金池，特别是P2P（互联网金融点对点借贷平台）的资金池固然有问题，但把所有金融机构组合风险的产品都取缔了，老百姓投资的意愿就不足了。

资管新政是2018年6月颁布的，虽然有三年窗口期，但是一刀切下去，事实上几乎所有的金融机构都赶紧去干了，特别是新产品不敢再像以前那么干了。这就产生了一些连带效应，一些金融创新受到严重抑制，比如说小额信贷公司的助贷业务。按理说小贷公司应该用它的股本金去放贷，但这样太慢了。我有一个亿的资金要滚动，这得滚到什么时候。所以，市场上发明了一个创新业务——助贷。银行有很多钱，但银行又不想直接给高风险小企业放贷，小额信贷公司向小企业要的利率是

24%，非常高，银行不敢要这么高。小贷公司说它帮你找客户，它来给你做担保，它来做风控，你把钱给它贷出去。这个也有风险，但是它解决了很多高风险企业的资金需求。美国美中关系全国委员会主席斯蒂芬·欧伦斯和几个朋友在深圳设立了一个小贷公司，2017年公司靠助贷获得盈利8000万，但2018年亏损一个亿，只好关门。由此可以看出金融创新受到了严重抑制。

在严控风险的压力下，金融机构都在压缩业务，银行抽贷非常严重，骗民营企业说它们要临时把钱收回来，收回来之后重新评估企业的风险，再给企业贷款。因为没到期，所以民营企业没钱还款，只好找高利贷借钱把银行的钱还了，结果银行不再给它们贷款，最后这些民营企业就被高利贷拖死了。

我们这么猛地一刀切去杠杆，后果非常严重。

后果之一是，民企成为去杠杆对象。按照国家规定，国企杠杆率要降两个点，民企也基本上去了两个点。但是，民企的杠杆率不降反升，原因是民企的债务发生堆积——生产因为没有流动资金而停滞，同时资产在流失。2018年上半年，股市下跌30%。这与中美贸易摩擦有一些影响，但最重要的还是没有资金了。民营上市公司的一个金融创新是股权质押贷款。质押率一般是50%左右，拿100元去质押能贷到50元，再加上1.4倍的平仓线，这意味着股票票面价值下跌30%是安全的。可是2018年的股市整体跌了30%，一些民营企业跌掉了70%以上。像东方园林的何巧女，她公司的股价都快跌没了，从最高峰20多元一直跌到最低三四元，最后落得被收购的下场。东方园林也许有自己的问题，比如扩张太猛，但更重要的原因是地方政府不讲信用，欠了东方园林200亿元，而东方园林却是因为2亿元的到期债务而被收购的。如果东方园林能收回地方政府欠款的1%，就不至于被收购了。

何巧女还算好的，朝阳区还给她保留了股份，也帮她把债还了，所以她没有变成“负翁”。我遇到一些企业家，以前是大老板，身价上百亿，但在这一轮彻底变成了“负翁”。最高时身价300亿~400亿，一夜之间变成了欠债的人，要被限制消费，连高铁都不能坐。你说民营企业家能有信心吗？习近平总书记2018年11月1号召开民企座谈会，给民企信心，可是下面不断有民企爆仓、被国有企业收购的状况发生，你说民企心里面会怎么想？民企的解读就是，是不是政府想收购它们？上市公司现在算是稳定下来了，因为股市恢复了一些，民企不再老有爆仓的危

险。但对于中小民企来说，资金成本仍在大幅度提高，负债率也在上升。为什么民营企业负债率上升？因为分母在缩小——资产在缩小，不断地变卖——而分子在扩大，并且该还的债还不上，所以负债率就上升了。结果是，去杠杆不仅没去成，杠杆率反倒上升了，事与愿违。

后果之二是，货币传导机制几乎完全失效。今年的财政和货币扩张都很大，第一季度提前发放专项债，地方政府手里多拿了四五万亿元，央行扩表也很严重，和2016年相比，有过之而无不及。2016年的情况是立竿见影，第一季度财政和货币政策一展开，第二季度的经济就立即好转。中国经济是地方政府主导的经济，也是以信贷为主导的经济，只要财政和货币政策一砸，经济就井喷。但是今年我们没看到这种现象，原因有二。一是资管新政把毛细血管都堵住了，资金无法从银行流出去。我们的钱基本上都在银行里存着，影子银行的业务没了，银行的钱流不到直接融资那部分去。二是风险偏好比较高的金融机构业务大大受到限制甚至被取消。P2P全线崩溃。P2P是有问题，里面有很多骗子。P2P本来是给投资者和有用钱需求的人做的一个平台，但只通过收手续费赚钱太慢了，因此只有极少数平台做得非常标准，绝大多数平台都会做个资金池，拿着钱自己去投资，风险很高。可是风险高，也不能仅仅让它爆掉，爆掉它老百姓就不干了，公安机关只好把P2P的老板抓到监狱去。可是，抓进监狱以后老板就破罐子破摔，更不还钱了。他的心态是：他被判10年，他的公司就一分钱不用还了，你就看着办吧。实际上，这对生产力是一种破坏，对社会稳定也是一种破坏。我们应该想好后手，把风险暴露了之后就得有办法收场。美国金融危机之后也暴露了风险，但有一套办法把底兜住。让雷曼兄弟破产，其他一律要救。美国政府给了2000亿美元救美国国际集团，退出的时候政府还赚了200亿。我们处理得太草率。还有小型股份制银行，这些中小银行没有什么存款，资金全部是拆借来的，其他金融机构不给它拆借，那么它就有可能倒闭。包商银行的教训要汲取。包商银行现在算是稳定下来了，工商银行进去把它接管了。从一开始，如果没想好，就不应该去暴露风险。

还有各种资金池被取消，金融机构没办法打包风险。但是如果把所有风险打包的机制都取消掉，那金融机构还干什么？金融机构的功能就是帮老百姓处理风险。为什么我会比较相信银行？我是有知识的人，我知道金融中介应该干什么，其中一个功能就是帮助老百姓处理风险。现在不让金融机构做这个，而是让投资者一个一个去投——比如要我去投“扬润大桥”，我敢投吗？我根本就不理解“扬润大桥”的赢利能力怎么

样。如果金融机构给我发一个产品，里面有“扬润大桥”“润扬大桥”什么的，还有一些短期产品，我觉得好像有点意义，可能会产生盈利。可是，现在完全不让它们做了。

没有人喜欢地方政府投资，但在现阶段，地方政府投资仍然是经济下行期最有效的办法。但为什么2019年5万亿下去，效果却不明显呢？因为地方政府投资的杠杆作用被大大抑制了。过去，地方政府获得国家资金（地方国债和专项债）之后，可以用它们来撬动社会资金，如城投债、委托贷款和信托渠道等；资管新政实施之后，委托贷款和信托渠道被大大压缩，因此，虽然2019年地方政府获得了5万亿的国债资金，但效果却不明显。这可以和2016年对比，那年是立竿见影，效果极其明显。

后果之三是，直接融资大幅度下降，在最高峰的时候基本上崩溃。2017年末银行的传统信贷占社会融资的74%，但是2018年7月到2019年6月底已经上升到96.5%，直接融资几乎消失，过去几个月才恢复了一点。可想而知，在这几年间直接融资市场基本上消失，那民营企业能好吗？长期投资大幅度下降。现在不让搞风险组合，谁敢投长期投资？大家都是玩短期的，怕承担风险，这是我们最不希望看到的情况。我们一直说要鼓励资金投向长期投资，可是去杠杆造成的结果完全相反。事实上，长期来说发展直接融资，是控制全社会杠杆率的最有效方法。美国杠杆率低，因为直接融资多；中国主要靠间接融资，杠杆率肯定高。任何懂一点金融的人都明白这个道理。我们经过这一年的去杠杆，最后的结果是杀死了直接融资。本来想去杠杆，结果杠杆更高。

（三）正确认识我国的杠杆率问题

我们要正确认识我国的杠杆率问题。中国的杠杆率高，主要是因为我国的金融是银行主导。大家看一下央行的资产负债表，2016年之前资产扩张主要是靠外储的增加，因此不能怪央行多发货币。那些年我们的准备金率是22.5%，全世界最高。银行里有22.5%的资金不让贷出去，所以央行一直在控制信贷膨胀的速度。这就是我说的央行学会了管理通胀，管理得相当好。2016年之后，因为外储在下降，央行在被动回收货币，因此只有在公开市场上主动发货币来扩大资产负债表，给社会提供流动性。所以，这几年央行发的货币更加接近于美联储发的法币。即使是这样，我们也应该意识到，只要一个国家是银行主导，杠杆率就会

高，这个是没办法的，因为现代商业银行的作用之一是创造信用。此外要说一下Facebook（脸书）创造的Libra（虚拟加密货币）。按照货币的定义，Libra就不是货币，因为它全部要用资产来做抵押，也就是说它实际上是一种代币。现在有七八家大公司加入Libra联盟，估计它们能拿出来的资产也就几万亿美元，也就是说，它最多只能发几万亿美元的Libra，对全世界来说是杯水车薪。扎克伯格说，Libra会有利于非洲的穷人，这是瞎扯，非洲穷人永远用不上Libra。货币是一种信用关系。央行发出基础货币，通过银行放大，在中国的货币乘数是5，也就是说，最终流通的货币是央行发出的基础货币量的5倍，如果是直接融资，就没有这个杠杆。所以要想控制杠杆，就要多搞直接融资。

杠杆率高是不是就一定是问题？黄海洲和博尔顿的理论，我觉得有真理在里面。一个公司本来有股票，公司觉得未来增长的形势非常好，就会再发一些股票稀释每个人手中的股票。为什么它敢这么发呢？就是因为股东们相信这个企业未来会有增长，他们持有它的股票，未来它的股价涨了他们可以得到更多分红和更高的股价。以这样的角度看待货币，如果这个国家经济增长的速度足够高，那么发货币就没关系了，特别是如果那些生产力比较高的部门得不到融资，多发货币能够让它们得到融资，经济增长速度就更快。我经常举例说，在一个大池塘里面养鱼，有大鱼和小鱼，那大鱼肯定吃得多，你发现大鱼吃得多干脆就不投食，结果会发现小鱼死得多。如果你要提高这一池子鱼的产量还得多投食，大鱼吃饱了不吃了，小鱼才能吃到食。在中国，大鱼是国企，小鱼就是民企。很早以前，我有一个硕士学生卢峰，她的硕士论文写的是，我国经济里面存在漏损效应。国有企业很容易拿到便宜的资金，拿到资金之后也用不了这么多资金，就通过影子银行业务或者市场里面的委托贷款、信托等转移到民营企业那里，这在过去是非常普遍的。资管新政以来没有人敢这么做了，一旦出事国有企业老总就得“下课”，所以国有企业也不去贷款了，以前拿着3%的贷款放在一个资金池里面，就可以得到10%以上的回报，国企不用经营自己的主业，在这里倒腾货币就行了。现在它们也不敢了。

杠杆率的问题，地方政府和国有企业负债太高才是关键。

地方政府负债有三类。一是全国人大认可的负债，包括一般性国债和专项债。2018年底是19万亿，2019年底会达到24万亿，即2019年地方政府增加了5万亿的投资/消费额度。前面说了，这些支出在2019年没

有形成2016年那样的杠杆。二是中央政府核准的城投债，这个要发改委批，七八年下来积累了30万亿，这也是一个巨大数字，风险很高。三是其他债务。其他债务很难说清楚有多少，机构估计为15万亿。三部分加起来约为69万亿，但官方承认的政府债务只有第一类，即24万亿，其他两类都是市场债。我觉得这是鸵鸟心态。难道城投债不需要发债城市负责任吗？显然不是。城投债还没有一只违约的，原因当然不是它们的表现都很好，而是背后有政府信用支撑。地方政府怎么去约束是一个很大的难题。

国有企业，特别是大型国有企业的资金有保障，但是它们的资金利用效率比民营和外商直接投资的企业要低三分之一。在这种情况下，资金大量浪费，这才是我们真正的问题。去杠杆本来也要朝这个方向努力，要去国有企业杠杆，去地方政府杠杆，但结果却事与愿违，恰恰管住了民营企业的资金来源。

资管新政亟待重估。调整的方向，我觉得有两方面的内容。一是要允许金融机构进行风险打包。混乱的资金池需要禁止，但正常的产品设计不能取消，否则金融就失去意义了。二是要允许高风险偏好的金融机构存在，不能把这些高风险偏好的金融机构全部弄死。中小民营企业的风险就是高，既想让银行给它们放贷款，又想让银行把利率压下来是不现实的。它们愿意贷市场上利率24%的资金，说明它们的风险就是高。谁去给它们贷款？就是那些高风险偏好的金融机构。大银行是不会去贷的，这账算不过来。中小民营企业一次贷款只需要500万、1000万，走的流程和贷5个亿是一模一样的，因此管理成本是一样的，而受益却只有百分之一二，这个账没法算过来。信贷员也是一样，他是拿提成的，他做500万的生意和做5亿的生意花的时间一样多，但是提成却只有百分之一二，所以他为什么要这样做呢？高风险偏好的金融机构，如中小银行、网贷机构、小额信贷公司等，拿不起大客户，只能去发展中小民企业务，它们的高风险偏好刚好和中小民企的高风险相匹配。

三、中美贸易摩擦

最后讲一下中美贸易摩擦。我觉得国内很多认识是模糊的，甚至是误导性的。现在听到最多的论调，就是美国有一个巨型计划，要遏制中国的发展，遏制中华民族的伟大复兴。习近平主席在2018年6月中央外

事工作会议上提到“百年未有之大变局”，并不是指这个贸易摩擦。但是有些人望文生义，总是提及百年未有之大变局、千年未有之大变局，好像不说到这个程度，就显得他自己不够高明。实际上没有那么严重。

（一）贸易摩擦背后的几股美国势力

在美国方面，两党的共识是，过去的对华政策是全面失败的。美国以前对中国采取接触政策，背后的信念是，“中国会越来越像我们”。但是，中国没有越来越像美国，这是所谓的对华政策失败论的背景。实际上，美国对华政策的转向不是从特朗普开始的，而是从奥巴马就开始了。重返亚太、TPP（跨太平洋伙伴关系协定）、TTIP（跨大西洋贸易与投资伙伴协议），这些都是对付中国的。因此，即使美国有对华政策失败的共识，也不意味着美国要和中国打贸易战，更不意味着要遏制中国的发展——奥巴马在任时总是说美国欢迎中国的崛起，特朗普上台之后才有了遏制中国的声音，但这也不是美国的全部。美国是一个多元的国家，特朗普政府内部都无法统一。贸易摩擦背后有三股力量。

一是特朗普和莱特希泽等人。特朗普认识到了两个问题，一个是美国的逆差对美国不好，另一个是美国的企业外流太多。逆差我刚刚说过，对一国来说，长期下来就是财富的流失。特朗普是对的。全球化造成美国企业的外流。美国在全球化里受益的人是少数，绝大多数人没有从全球化里受益。我们看到的是美国光鲜的一面——东海岸和西海岸，很少有人去美国大城市以外的地方，而美国有些地方的贫穷超出你的想象。2007年我到康奈尔大学访问一个学期，在伊萨卡租了一个房子，离我儿子读的高中比较近。这个小房子破破烂烂的，都快倒掉了。房子主人是一个单亲父亲，名字叫丹，带着两个女儿，他太太嫌他太穷跑掉了。他毕业于美国一所文理学院，这说明他父母很有钱，否则不可能送他上学费这么高昂的大学。他递给我一张名片，上面写着他是做景观美化的，我以为是景观设计，蛮高大上的，但当地的中国学生告诉我，他就是给人家割草的。有一天，一位穿着西服的女士来敲门，问我是不是租了丹的房子。我说是。她说以后我不能把房租给丹，而是要直接交到银行里。我明白是因为丹没钱付房贷了。这个房子的租金一个月1200美元，很便宜。我给丹打电话，说我不会把钱给银行，会把钱直接给他。因为我知道，如果不把这1200美元给他，他这一个月就活不下去了。这就是美国中下阶层的白人，很穷。特朗普看到了这个现象，这也是他上台的政治基础。但是，他搞贸易摩擦，解决方式是错误的。

二是美国商界。美国商界希望中国更加开放市场，减少补贴，减少国企的特殊待遇，更加保护知识产权等，实际上这些是我们自己的改革方向。十八届三中全会写的改革蓝图，就已经提出了这些改革方向。所以，美国商界实际上是我们可以争取的朋友，我们不能让他们走到对立面。他们想要的，跟特朗普想要的完全相反。试想一下，中国把经营环境搞得更好了，更多的美国企业来中国投资，就会创造更多的中国对美国的贸易盈余。我国的贸易盈余有40%多是美国的在华企业创造的，还有20%多是其他国家的在华企业创造的。所以，特朗普特想让这些企业回去。但如果中国的经营环境越来越好，这些企业就更不愿意回去了。我曾跟一位美国的外交官谈过这件事，他说："我们为什么要让你们的经营环境更好，更好了之后有什么好处？更多美国企业都到中国来，我们又吃亏了。"特朗普的角度和美国商界有对立。但为什么谈判里面有那么多内容要让中国改呢？因为商界有自己的代理人，我看商务部长罗斯和财政部长姆努钦就代表商界。

最后才是共和党强硬派和安全部门，是他们要跟中国对抗，甚至要遏制中国的崛起。但我个人判断这些人是少数派。

现在，美国的选战扑朔迷离。有些人说民主党上台会对中国更坏，我不这样觉得。但凡一个人替代特朗普都会比现在更好，至少他的计划不会老是变。特朗普总是把计划好的事情取消，也不通知其他人。据说特朗普永远只听最后一个跟他说话的那个人的话，所以这增加了非常大的不确定性。

（二）贸易战的影响

关税影响有多大呢？我觉得是很有限的。我们对美国的出口占全国出口的16%，即使我们损失对美出口的三分之一，我们的全部出口也就下降5%。实际上，前三季度我们对美出口下降10%，换算过来全部出口只下降1.6%。增长效应就更小了，因为我们的出口对GDP的贡献在11%～15%，再乘上增长率，才是出口的增长效应。所以，2019年因为对美出口下降导致的GDP增长减速是很小的，不到0.2个百分点。只要国内应对得当，就不怕出口下降。好多人都忘记了，2009年出口下降17%，但那一年的经济增长速度仍然是9.2%，因为四万亿的逆周期政策，对冲了出口下降造成的负面后果。还有人说，越南对美出口增长40%，不得了啊！但即使它增长的40%全部来自中国，对我们来说，也

不过是一个零头，因为越南的出口总量只有中国的11%。事实上，前三季度以人民币计价的出口仍然增长5.2%，对美国出口的下降被对欧洲的出口和东盟的出口的增长抵消了。我们有一些最终产品转移到东南亚国家，但这些国家依赖中国出口的原材料，这些国家对美国的出口增加了，我们对这些国家的原材料出口也增加了，这是一个连带关系。

企业要想大规模转移是困难的。我们有巨大的国内市场，没有一个企业愿意放弃中国的消费市场。现实是，即使在劳动力非常密集的行业，中国仍然在生产。耐克鞋50%的产量、优衣库60%的产量仍然在中国。为什么？中国的市场摆在这里。我们有完整的工业体系，也牵制企业的外移。苹果曾经想在得克萨斯组装iPhone（苹果手机），却被小小的螺丝钉给难倒了，因为美国生产不了iPhone用的螺丝钉，要全部从中国进口，所以最后就放弃了。

脱钩不会成功。美国商界首先反对。美国芯片的40%~60%是卖给中国的，所以不会轻易放弃中国这个大市场。芯片投资有多狠呢？台积电要做5纳米的芯片，一次性投资300亿美元。武汉光谷长江存储——这是清华的骄傲，清华紫光的老板把他的全部身家押在这家企业——总投资是2000亿人民币，最近有报道说要见效果了。芯片生产可不是小打小闹就能做成的，没有钱就别干这个事。美国也一样，像高通这样的企业，如果丢掉了中国市场，想持续跟台积电竞争，门都没有，因为它无法积累资金，无法持续地投入。

世界上其他国家也会反对美国和中国脱钩。苹果手机里面有六七个国家的产品，苹果的配件不在中国生产。一旦苹果手机离开中国生产，不仅会影响中国企业，还会影响德国企业、日本企业、韩国企业。脱钩会逼迫整个世界生产重组一遍，许多国家会失去过去的市场份额。所以，其他国家也不喜欢特朗普乱来。

当然，中美关系不可能回到过去，现在和未来的中美关系一定是竞合关系——有竞争，有合作。竞争的地方在技术和军事以及地缘政治，合作的地方是贸易和应对全球问题。中国的策略应该是在开放的环境中搞自主创新，不能闭门搞。我现在听到一个论调，说技术上我们要主动脱钩，省得被美国人“卡脖子”。没错，我们的技术创新有韧劲，但是创新的代价也非常高。计划经济时代我们是有创新的，但是我们是用牺牲一代人的代价在做创新。邓稼先的家人十几年都不知道他在哪里，他受核辐射年纪轻轻就去世了。我们还想再来一次吗？

（三）中美贸易纠纷的前景

中美谈判的难点在哪里？有两方面。一方面，美国要求中国大规模进口美国的货物，在两年内平衡中美贸易。这完全是不可能的。中美贸易不平衡有3000亿～4000亿美元，不可能一下子解决。美方还要求中方取消对创新和国企的补贴，要中方把保证写进协议里面，然后还要我们回去修改法律。这不是八国联军的做法吗？美国人忘了，我们加入世贸组织的时候谈判持续了6年，这6年我们边谈边修改法律，到2001年水到渠成，我们把协议签了。现在美国人反过来，先告诉我们改什么，写在协议里面，然后我们要照着协议去修改法律。这哪儿行？美国还想建立执行办公室，那更不行了。另一方面，中方也对美国提出了诉求，包括取消所有惩罚性关税——这次我们又重申了这一点，还要改变对中国企业赴美投资或从事其他商业活动的限制——华为在硅谷的研究中心产生的技术都不能回到中国来。

怎么解决这些难题？2019年10月27日在上海纽约大学我们发布了一个联合倡议，有37位学者签名，包括5位诺贝尔奖获得者。倡议的基调是：一方面，中国不可能变成另外一个美国，“收敛”是不可能的；另一方面，脱钩的伤害很大，也不可取。倡议提出走一条和平相处的中间道路。从中国的角度来看，我们有自己的道路要走，我们有自己的发展阶段，不可能向美国的制度妥协。另外，我们也要给美国调整的空间。特朗普是怎么上台的？他是有民意基础的。美国许多老百姓是全球化的受损者，美国需要时间和空间去调整。

具体而言，倡议提出了“四只篮子”的构想。

第一只篮子是禁止篮，以邻为壑的贸易政策都应该取消，比如对本国产品出口进行限制，比如对华为的禁运。如果美国对华为禁运，我们就可以对美国进行稀土禁运。美国说华为有安全问题，华为的技术可以作为军事用途，那么稀土元素更可以直接用到军事上，就凭这个我们就可以不向美国出口稀土。还包括低价倾销、竞争性贬值、补贴跨境并购等。竞争性贬值，美国就在做。量化宽松就是竞争性贬值，大家都心知肚明，只不过美国说这是国内政策。

第二只篮子里是对其他国家产生负面影响，但有可以谈判的国内政策，如中国对创新技术和国企的补贴，美国的安全审查和技术壁垒。如果能够通过谈判，让对方国家放弃或修正这些政策，那是最好了；如果

谈不成，就进入第三只篮子。

在第三只篮子里，受影响的国家可以采用国内政策，来保护国内企业和人民免受或降低另一个国家政策的负面影响。如果补贴问题无法解决，中国就应该接着补贴，而美国可以采取相应的技术壁垒措施；反过来，美国通过安全审查等手段对技术出口进行限制，我们就更应该补贴创新。

第四只篮子是多边篮子。美国发动贸易战，把全球的生产价值链打破了，不光影响中国，还影响日本、德国等国，这就应该放在多边框架里讨论。

狭义的中美贸易摩擦可能会比较快地得到解决，两个国家现在是在第一阶段——文本谈判的阶段。如果亚太经合组织会议不取消，我觉得两国元首见面签署协议的可能性在80%以上。现在又有变数，两国元首在哪儿见面、什么时候见面，都不好说。但是，无论如何，两国在国内政策方面的分歧会长期存在。那就继续谈，谈不成就进入第三只篮子。最终，我觉得两国的技术竞争恐怕是不可避免的。2010年的时候我就说过，中美总有一天要摊牌。美国自认为是“山巅之国”，但中国是拥有5000年绵延不绝文明的唯一国家。美国人为自己的文明骄傲，我们也有10倍理由为自己的文明骄傲。这个是没办法调和的。

总结一下，在贸易摩擦持续的情况下，国内经济增长更为重要，我们要防止在国内经济政策方面犯错误。

国际环境发生了大变化，中国人的心态也要跟着变。以前我们是国际秩序的跟随者，加入世贸组织我们是受益者。但今天不一样，今天的中国不可能躲起来，也不可能仅从国际秩序中得益。我们现在应该是一个规则制定者。规则制定者和体系参与者是完全不一样的。体系参与者接受规则就可以了，而规则制定者一定要既考虑自己的利益，同时也考虑别人的利益；要学会平衡，否则人家就不会跟你玩儿，你也不可能成为一个规则制定者。我觉得我们国家还没有适应这种新角色。

公开的讨论是必要的，我相信绝大多数知识分子，包括经济学家和法学家，都会认为中美达成协议对中国、美国，乃至对全世界都是有利的，符合两国利益，也符合中国的改革方向。如果我们能在国内形成这样的共识，再去对外谈判会容易得多。

---

[1] 作者于2019年10月31日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

从长期大势认识当前经济形势[1]

李雪松

论坛特邀专家、中国社会科学院工业经济研究所党委书记和副所长

本文的题目是“从长期大势认识当前经济形势”，主要讲以下三个问题。

第一，当前国际经济环境。

第二，当前中国的宏观经济运行态势。

第三，关于经济政策的选择。

首先介绍第一个问题，当前国际经济环境。从长期看，国际经济形势有一个大的趋势性变化，每年只是发生一些大变化中的小波动。2008年全球金融危机以来，全世界经济增速呈下降趋势，实际上是潜在经济增长率的下降。不管是美国还是欧洲国家，潜在增长率都比全球金融危机以前有所下降。日本本来经济增速就比较低，现在仍然很低。所以整体来讲，发达经济体的潜在增长率在下降。

以美国为例。一看经济增长。特朗普实施减税以后，这两年的经济增速表现出比较高的水平，但增速的峰值还是低于克林顿时期，低于小布什时期，也低于奥巴马时期。克林顿时期的美国经济季度同比增速最高值超过5%；小布什时期的美国经济季度同比增速最高值超过4%；奥巴马时期的美国经济季度同比增速的最高点也接近4%；而特朗普时期美国经济的季度同比增速最高点只是超过了3%，并没有接近4%。从美国经济的环比数据来看，也是同样的情况。在克林顿时期，美国季度的GDP环比增速曾经超过7%；在小布什时期，美国季度GDP环比增速最高点也接近7%；在奥巴马时期，美国季度GDP环比增速最高点曾接近5%；而特朗普时期的美国季度环比增速最高点只是4.1%~4.2%。

二看失业率。特朗普经常说现在美国的失业率是过去几十年来最低的。确实如此，现在美国的失业率只有3.6%，比前几任总统时期都低。特朗普时期的经济增速高点没能高过前几任总统时期，失业率为什么会

低于前几任总统时期呢？原因是美国劳动力市场发生了重要变化，美国劳动力市场的劳动参与率在大幅度下降。2008年全球金融危机以来，美国的劳动参与率从之前的67%（至少也有66%），下降到现在的62%~63%，下降了四五个百分点。因此尽管失业率从金融危机时的高点下降到现在的3.6%，但劳动参与率本身就降低了3个百分点。1991—2008年，以65岁以上人口的占比衡量，美国的老龄化率在12%~13%。2008年以后美国的老龄化率迅速提高，现在超过15%，在过去10年中提高了3个百分点。

欧元区和日本的老龄化率提高得也非常迅速。尤其是日本老龄化率提高得更加迅速，1991年超过12%，2015年就超过了26%。欧元区的老龄化率也从1991年的14%多，提高到2018年的20%多。有关长期影响潜在经济增长的重要因素，劳动年龄人口的数量占比是其中之一。这种因素使发达经济体的潜在增长率在全球金融危机以后有所下降。

在金融危机之前，美国经济年均增长3%左右；金融危机之后，年均增长率在2%左右。而在20世纪90年代，美国经济年均增长率曾达到4%。过去的20年，美国的潜在增长率在逐步下降，与人口增长放缓有明显关系。在过去10年中，美国人口年均增速在0.7%~0.8%。现在美国有3亿多人口，每年的人口增长大概有200万，而工作年龄人口的增长率只有0.5%，人口的增速在下降。

三看高债务。美国次贷危机以后，居民比较高的负债影响到居民的消费，并且通过消费影响到企业的生产投资。政府比较高的债务也影响政府的投资和消费。总之，比较高的债务水平导致投资和消费需求不足，投资的不足使得很多基础设施非常老旧，难以得到很好的更新，制约了潜在经济增长，生产率维持在低位。

目前，美国的总人口趋势增速为每年0.7%，生产率增速大概为1.3%，潜在经济增速为2%。未来中长期美国的潜在增速，有人认为将进一步下降为1.5%。有些美国学者认为，下降的因素包括上述人口总量和结构因素、高债务因素、美国国内收入分配结构性因素和技能不匹配的因素。当然，美国中长期潜在增速也有提高的因素，促使它提高的因素就是这一轮人工智能和技术革命对全球经济的促进作用。在人工智能领域，在5G（第五代移动通信技术）领域，国际技术竞争所导致的技术革命对于发达经济体，包括发展中经济体都带来了对生产率的促进。这个生产率能够提高多少，在每个国家的分配是非同质的。未来美国的潜

在增长率到底能达到多高的水平，取决于促进它下降的因素和提高的因素到底谁能够占优。现在多数学者认为，下降因素从长期来看可能会占优，而提高因素仍然存在不确定性。

刚才讲道，杠杆率的提高会使经济潜在增速受到影响。债务对经济潜在增速的影响不是线性的，债务比较低的时候，提高债务率有可能促进潜在经济增长；当债务过高的时候再提高债务率，就可能拉低、制约潜在增长。现在发达经济体的总体杠杆率已经超过了260%，新兴经济体的平均杠杆率在全球金融危机之后有明显提升，2008年只有110%，到2011年上升到140%，提高了30个百分点。2012年欧债危机继续恶化以后又进一步提高，到2018年已提高到190%。为了刺激经济，新兴经济体在金融危机以后整个杠杆率上升特别明显。由于债务率比较高，一些比较脆弱的新兴经济体很容易受到外界冲击。

刚才讲的是发达经济体，特别是美国经济增长和潜在增长的大趋势。在宏观经济的几个方面，除了经济增长，我们还要关注其他因素，比如国际收支。美国的国际收支占GDP比重，当前处于一个相对正常的水平。美国经常项目差额占GDP比重的逆差在3%以内，美国提出，经常项目差额占GDP比重要低于4%，并认为这是比较正常的指标。2006年，美国经常项目差额占GDP比重一度达到-6%，当时逆差比较大。2005年人民币实施汇率改革，人民币汇率按照可控性，逐步走向升值。2008年全球金融危机之前，人民币兑美元汇率从8升到6.8左右。

总体来说，2008年金融危机之前，美国的经常项目逆差占GDP比重超过了4%，这是一个失衡的状态。在金融危机的时候，为了转嫁责任，美国曾有人提出全球经济失衡、美国的金融危机原因是在中国，其实找错了方向。美国在金融危机以后主要实施量化宽松政策来纾解金融危机，但美国的结构性改革一直没能有效地推进。

宏观经济的另外一个指标是物价。2015年，美联储启动加息，美国的物价在扣除食品和能源价值以后，特别是核心物价，通胀率持续在2%以上，这也是美联储加息的重要参考指标。但是欧元区和日本的物价持续低迷。在全球化时代，整个发达经济体享受了来自发展中国家的廉价商品，压低了它们的通货膨胀水平。比如日本实施极度量化宽松的政策，是因为国内需求不足，物价非常疲弱。

从实体经济来看，经济增长、就业、物价和国际收支，是宏观经济

的四大目标或者说四大指标。我们再来审视一下美国的经常项目收支情况。美国的经常项目收支是特朗普挑起中美经贸摩擦的一个重要由头或者说借口。美国国际收支的经常项目差额占美国GDP比重不到3%，逆差超过2%，是非常正常的。其中美国货物贸易的差额每年大概在7000多亿美元，而服务贸易的顺差有2000多亿美元。总体来说，经常项目主要是货物贸易和服务贸易这两项，收益和经常项目的转移占比不大。把货物贸易的逆差和服务贸易的顺差加在一起，美国经常项目的差额大概在5000亿美元。在20世纪80年代，美国的货物贸易逆差主要来自日本，当时美国对日本的贸易逆差占美国总贸易逆差的比重一度达到了56%。所以在20世纪80年代，美国和日本之间的贸易战升级到税率战、金融战。在此前的30多年中，美日经贸摩擦也一直不断，包括纺织品、电子产品、钢铁、化工、芯片、汽车等方面。美日经贸摩擦持续了二三十年，但是日本对美国的整个顺差并没有显著下降。1985年，美国、日本、英国、德国、法国五个国家在纽约广场酒店签署广场协议，五国央行联合干预市场，要求其他四个国家的货币对美元升值，压低美元，来解决美国贸易不平衡问题。当时德国、英国和法国跟日本一样，货币经历了大幅度的升值。但是欧盟这些国家的贸易在欧盟区内的占比比较高，本身对美国的外贸依赖度没有日本这么强。而日本对美国贸易依存度最高，特别是出口依存度，所以日本经受的打击最大。在20世纪80年代，日本外需急剧下降，因此日本采取了两个对策：一是扩大内需，二是加快对外投资。其中一个对外投资的目的地就是中国。20世纪80年代是中日关系最友好的时期，日本在中国大量投资，也规避了日美贸易摩擦。从日本对美国的出口，转成了中国对美国的出口，日本自身大幅度刺激内需，结果导致日本的股市和房地产泡沫化。日本又采取快速加息来抑制泡沫，结果刺破了泡沫，导致日本的股市和房地产陷入萧条，日本的房地产失去了20年。广场协议是一个导火索。日本“失去20年”的主要原因还是日本的经济决策失误，采取了一些短期刺激政策，过度放松，使经济泡沫化。这一点也是中国要吸取的教训。在中美经贸摩擦中，中国不能过度放松，要避免经济泡沫化，特别是在当前中国房地产价格在一线城市已经非常高的情况下。

随着日本对美国的贸易差额在美国贸易逆差中的占比逐渐下降，中国对美国的贸易顺差占美国贸易逆差的比重持续上升。特别是2001年中国加入世贸组织以后，中国对美国的贸易顺差占美国贸易逆差的比重持续上升，基本上接替了日本的角色。2015年以后，最高的时候美国对华贸易逆差占美国总逆差比重达到46%。2008年以后，德国对美国的贸易

顺差占美国贸易逆差的比重上升到10%左右。日本对美国的贸易顺差没有继续上升，维持在8%～9%的水平。看上去好像中国替代了日本的角色，但实际上有一个重要不同。中国对美国的贸易顺差和日本对美国的贸易顺差，虽然占美国总逆差比重在高点的时候都达到40%以上的水平，但当年日本对美国的顺差当中加工贸易占比较低，而中国的加工贸易占比显著高于日本。因为加工贸易的增加值率比较低，所以如果中美的顺差和日美的顺差在美国逆差中的比重接近，中国获得的利益是远低于日本的。如果我们对中美贸易差额做一个评估，那就是顺差在中国，但利益在双方。

2018年，中国对美国真实的贸易差额，以增加值来核算就是另外一番情景。在货物贸易方面，2018年中国对美国出口4784亿美元。中国对美国出口的增加值率大概是多少呢？中科院陈锡康教授用投入产出表来测算，增加值率大概是中国对美国出口商品的25%，我们出口4784亿美元，增加值只有1196亿美元。美国对中国出口1550亿美元，但美国对中国出口商品的增加值率大概在50%或者比50%高一点，增加值是776亿美元。1196亿减去776亿是420亿美元，也就是说中国对美国货物贸易增加值的顺差只有420亿美元。

在服务贸易上，2018年中国服务贸易对美出口只有370亿美元，这是估计的，现在数据还没有发布。进口大概在894亿美元，逆差大概为524亿美元。而服务贸易的增加值率基本上接近100%，所以服务贸易增加值的逆差是524亿美元。中国对美的服务逆差主要来自旅行、教育和知识产权。在粗略的计算下，货物贸易对美增加值顺差420亿美元和服务贸易对美增加值逆差524亿美元，中国对美经常项目的增加值差额实际变成了逆差，这里面还没有考虑投资的收益。美国在华企业投资收益远远大于中国在美企业投资的收益。如果再计算美国跨国公司在华的销售额，那就更加巨大了。所以我们说美国的利益是很大的，不同学者用不同测算方法都得到了一致结论。以上我讲的是在整个实体经济方面世界经济的发展情况。

金融方面是经济的另外一个视角。前面我讲到发达经济体杠杆率处于高位，新兴经济体杠杆率上升很多。我们来仔细看看这些国家的杠杆率，美国在2008年金融危机以后，政府部门杠杆率从50%多上升到接近100%，上升了40多个百分点。为应对金融危机，美国政府发行国债，美联储来购买国债，所以美国政府的杠杆率有明显的提升。除了美联储

外，还有其他国家包括中国，以及美国的机构、居民购买美国的国债。美国政府的杠杆率大幅度提升了，与此同时美国企业和美国居民的杠杆率有一个明显的下降。美国居民的杠杆率从90%多下降到70%多，而美国非金融企业的杠杆率是先有下降，后有上升，但上升得不多，基本上在70%多的水平。现在美国企业和居民的杠杆率总体来说已经达到一个相对健康的水平，只是美国政府的杠杆率较高。

全球金融危机以后，日本政府的杠杆率大幅度提升，企业和居民的杠杆率有小幅度下降。法国是政府、企业、居民的杠杆率都有明显提高。有一个特例——德国，杠杆率不仅没有提升，反而下降了，是金融危机以后去杠杆的成功典范。从2008年金融危机的初期到2012年，为了救市，德国政府的杠杆率从65%提升到80%，提高了15个百分点。2011年以后，德国政府的杠杆率从80%下降到2018年的60%，降低了20个百分点。德国居民部门的杠杆率，从2010年的60%下降到2018年的53%左右。德国企业现在的杠杆率在56%左右，跟2008年的水平接近。尽管2009年和2010年，德国企业的杠杆率曾经短暂地小幅上升到60%，但现在是57%左右，企业杠杆率处在较低的水平。

为什么德国能去杠杆？或者说为什么德国没有像其他一些国家那样，杠杆率达到一个很难持续的状态？德国杠杆率的下降有这样一些因素。

一是德国注重控制房价和居民的杠杆率。德国的住房体制与我们有很大不同，这个国家的住房政策，能稳定住房与预期。尽管在过去一段时间或在某些阶段，德国的住房价格有所上涨，但不会发生像其他国家那样大幅度持续的上涨，所以居民的杠杆率没有提升。

二是德国严控政府债务。

三是欧洲经济一体化，弱势的欧元区提振了德国的出口，提振了德国的制造业，提振了德国的GDP。杠杆率是用分子债务比分母GDP，而德国的GDP一直在成长。弱势的欧元在欧元区成立的时候，对德国是相对比较有利的。再加上20世纪90年代两德统一，整个德国市场扩大，德国劳动力规模也扩大了。德国教授西蒙首先提出“隐形冠军”的概念，德国制造在全球领先的产品最多，实力非常强，这值得中国学习借鉴。

刚才讲到很多国家在金融危机之后杠杆率上升，而德国却在下降，

这是一个非常成功的例子。美联储资产负债表大幅度扩充，从金融危机之前的8000多亿提高到4.5万亿，维持了几年。2017年10月开始进行缩表，一开始每个月缩表500亿美元，最近有所减缓，预计要缩表到2019年9月。最近美联储由加息改为降息，降息的预期在加强。同时美联储在2019年9月接收缩表以后，准备在10月开始重新扩表，再投资国债，每个月的上限是200亿美元。美联储紧缩的货币政策正常化进程已经停止，同时开始转向宽松的方向以及可能的降息，来应对美国经济出现的可能放缓。美国的国债收益率曲线趋于扁平化，特别是美国两年期的国债收益率和十年期的国债收益率，利率出现倒挂或者说利差在收窄。

正常情况下，期限越长国债收益率越高，所以国债收益率曲线应该是向右上方倾斜的曲线。对银行来说，很多存款都是短期的，贷出去的钱很多是中长期的，只有中长期利率高于短期利率，银行才能有利可图。美国从20世纪50年代以来，出现过十几次国债收益率倒挂，两年期的国债收益率甚至高于十年期的国债收益率。在这种倒挂的情况下，其中9次美国出现了经济衰退。最近的一次倒挂，是2007年美国两年期国债收益率高于十年期的国债收益率，这种倒挂刚好预示着2008年美国发生金融危机。之前在2000年也出现了倒挂，2001年在“9·11”事件时期，美国经济出现了短暂的衰退。2018年以来，美国又出现了国债收益率的利差收窄，两年期国债和十年期国债已经接近于同样的水平。其他期限的，比如美国一年期跟十年期的国债收益率甚至出现了倒挂，所以这种情况引起了美国学者对于美国会不会再次出现经济衰退的讨论。

美联储前主席伯南克认为，2020年美国经济将陷入衰退。但现任美联储主席鲍威尔、伯南克的继任者耶伦以及美国财长姆努钦都认为美国不会陷入衰退。他们的主要想法是，2008年金融危机出现了大放水，大放水以后美债的收益率曲线倒挂已经不再能够作为精准揭示美国经济衰退的先行指标。特别是特朗普实施减税以后，有很多企业为了获得税收的抵扣，大量进入养老金市场，而养老金大量投资于中长期战略，压低了中长期债权收益率。而姆努钦甚至表示，根本不担心美债收益率曲线的平坦化。他认为现在美国政府正在扩大长期国债发行量以弥补不断扩大的预算赤字，平坦的收益率曲线对财政部来说十分利好。美林的研究认为，目前美国的衰退风险总体可控，除了利率确实出现了短期倒挂或者说逆差收短。美国经济政策研究局认为，美国五大先行指标现在表现还可以，没有预示着进入经济衰退。所以从利差的收改上，这次到底是不是一样，在美国的学术界和政策决策者当中有不同的看法。但有一点

是公认的，全球经济放缓以及美国到处挥舞经贸摩擦的大棒，将增加美国陷入衰退的风险。

至于欧元区和日本，还在继续实施量化宽松的政策。欧元区的基准利率是零利率，在全球金融危机和欧债危机以后，欧洲央行被迫实施量化宽松政策，欧洲央行的资产负债表规模也扩大到4.5万亿欧元。全球金融危机以后，日本央行量化宽松水平也大幅度提升，大概达到了4.5万亿美元。所以这三大央行——美联储、欧洲央行和日本央行，量化宽松水平都在4.5万亿美元左右，量化宽松的规模非常巨大。2017—2018年，美国的货币政策转向紧缩，而日本和欧元区仍然宽松。2019年这三大央行将再次转向宽松。

美国的决策者认为不会陷入衰退，但美联储预测美国经济会明显放缓，特别是在2020年以后将下降到2%以下。根据美联储2019年4月的预测，美国这一轮经济增速的高点发生在2018年，增长了3.1%，2019年将下降到2.1%。2020年只有1.9%，2021年是1.8%。所以中美经贸摩擦对美国的影响终将反映出来。2019年4月国际货币基金组织预测，2020年以后美国经济将陷入缓慢增长，跟美联储预测的方向完全一致。2018年是美国这一轮经济的高点，增长2.9%，2019年下降0.6个百分点，只有2.3%，2020年只有1.87%，也就约等于1.9%，跟美联储的预测结果一致。2021年是1.8%，2022年是1.6%，2023年是1.6%，2024年是1.57%。在中国“十四五”期间，也就是从2021年到2025年，美国经济的增速都在2%以下。同时美国的一般政府赤字占GDP比重都在4%以上，这是因为特朗普政府的大规模减税。

美国经常项目的差额占GDP比重都在2%～3%，为逆差，基本上在正常范围内。未来一段时期，美国每年的人口增长还会维持在200万的水平，至少是150万，这是美国经济还能维持在1.5%左右增长的重要原因。欧元区和日本因为人口老龄化，人口增长停滞不前，所以潜在增长率非常低。

我们来看一下中美经贸摩擦。对中美经贸摩擦有多种不同的观点。比较流行的是“修昔底德陷阱”论，这是美国哈佛大学教授埃里森提出来的。他研究了历史上16次新崛起的大国与守成的一号国家之间的冲突，在竞争的背景下，第一强国将把挑战者当成主要的战略竞争对手，除了贸易摩擦之外，还会在金融领域反复制造各种摩擦。历史上16次类似的冲突中有12次导致了战争，只有4次是特例，没有经历战争。第一次是

15世纪末葡萄牙和西班牙，葡萄牙是守成国，西班牙是挑战国。第二次是英美，在20世纪末、21世纪初，美国取代英国成为头号大国。第三次是美苏“冷战”时期，美苏都拥有核武器，如果发生“热战”，会两败俱伤。虽然经常会有局部的代理人战争，但没有发生也不可能发生双方正面的“热战”。第四次是两德统一。联邦德国和民主德国在1990年统一的时候，引起法国和英国的警惕。法国和英国认为当年第二次世界大战以后把德国分置，尽管有美苏两大阵营的因素，但是也有遏制德国再次起来的因素。英国和法国担心德国再次崛起，将来对它们进行侵略，但事实上德国是和平的崛起。特别是法国自身问题成堆，有时候经常希望德国来领导。反正两种情况都有，既有战争，也有和平。从美国挑起经贸摩擦的规模来看，显然对中国是遏制，中国的经济实力达到了这个水平，不仅有贸易战，还有科技战，比如针对中兴和华为。

经贸摩擦对经济的影响到底有多大？不管是国际上还是国内，都有很多学者在研究。研究的结果基本上是，贸易摩擦没有赢家，只会是两败俱伤。但对谁的伤害更大，不同研究者有不同结论。欧洲经济与财政政策研究网的研究人员认为，中美经贸摩擦，特别是美国对中国加征的关税，中国将承担其中的20.5%，而美国只承担4.5%。实际上并没有这么大的差异，他们当时的估算不是太准确。他们确实考虑了商品的进口价格弹性，认为美国挑选的对中国先加征关税的商品，是价格弹性比较高的商品，可替代性比较强。如果关税作为一种价格手段，价格的波动会引起进出口数量的较大变化，这就会使商品价格弹性比较高。美国有多次贸易战的经验，所以选择的是价格弹性比较高的商品，先对中国加征关税。最后的3000多亿美元，大部分都是消费品，价格弹性比较低，如果加征关税替代性不强。欧洲经济与财政政策研究网认为，如果商品的价格替代弹性比较强，加征关税以后就会促使出口商来降价，否则就会被替代。你必须要降价比较多。比如说25%的关税降的幅度比较大，相当于25%的关税你要承担比较多，而美国的进口商承担很少，这是他们的基本想法。

特朗普威胁，剩下的3000多亿美元也加征关税。按照欧洲经济与财政政策研究网的研究，如果真的再加征3000多亿美元关税，这些关税更多的将由美国自己来承担，因为替代弹性比较小。中国的出口商没必要降价，美国也必须要来购买，因为如果美国购买其他国家的，有可能本身就比中国的商品贵，甚至一时还满足不了那么多的量，性价比上会有一个综合权衡。随着特朗普升级关税范围，对美国的伤害会越来越大，

对美国企业和消费者的伤害也会越来越大。

美国有其他学者研究认为，向贸易伙伴征收关税会对美国价格和福利造成负面影响，是“双输”的，并且大部分加征的关税是由美国承担的。四位美国学者研究了1996—2014年，在151个国家（其中有34个发达国家）中发生的贸易冲突。对发动经贸摩擦的两个国家，不管是GDP、生产率，还是居民收入都会有明显的负面影响。同时，美国以国家安全为借口发动对中兴、华为的科技战，严重干扰了全球供应链，对全球供应链产生了极大的负面影响。美国到处拉盟友禁用华为的5G设备，但是收效非常有限。中国在经贸摩擦中，要继续扩大改革开放。中国经济跟世界经济是融为一体的，中国要继续顺应全球化趋势，推动经济全球化。特朗普政府是想把国内的矛盾，包括一些铁锈地带，以及在全球化中没有受益的这一部分美国人的压力转移到国际上。实际上美国华尔街和硅谷在经济全球化中的受益，远远超过美国铁锈地带蓝领工人的损失。美国在全球化中是很大的受益者，但是其内部分配不平衡。

第二个问题，当前中国的宏观经济运行态势。

当前中国经济增长仍然保持在合理区间，但下行压力比较大。虽然下行压力比较大，但我觉得重点是看就业。只要就业没有出现大问题，就可以容忍经济增长速度有适度的下降。经济增长速度的容忍度，就在就业这个地方。2019年4月的数据显示，中国调查失业率在5%左右，还是一个很正常的失业率水平，没有出现大幅度变化。中美经贸摩擦会对就业产生一定冲击，个别行业、个别地区、个别企业可能会受一些影响，对于受影响的就业群体要采取社会保障兜底的办法来进行救助。我们仍然面临一方面就业难，一方面招工难两者并行的结构性矛盾。但就业形势总体稳定。

在2019年的全国两会上，国务院已经对就业提出了预案，包括扩大高职人员的培训，拿出了1500亿美元对就业可能产生的冲击做一些防范。短期内，除了经济增长问题，我们比较关注物价上涨，特别是水果、猪肉的价格会不会影响价格总的方面。2019年5月，虽然消费者价格指数上涨，但核心物价指数一直在下降。核心价格决定货币决策，货币政策是放松还是收紧与核心CPI是密切相关的。因为CPI的食品和能源价格跟货币政策关系不大，能源价格取决于国际局势和地缘政治，而食品价格取决于食品的周期。

2019年5月，CPI上涨了2.7%，其中翘尾因素就有1.5%。到6月翘尾因素将上升到1.6%，所以6月的CPI的涨幅可能还会维持在2.7%左右的水平，甚至比2.7%还略高一点。但到7月以后翘尾因素会迅速下降到1.3%，8月只有0.6%，9月进入负增长，所以9月以后中国的CPI会回落。同时进入夏季，水果大批量上市，猪肉在夏季消费会放缓，价格上涨势头会有所抑制，所以价格没有什么大的问题。

中国的国际收支有一个很明显的特点，就是经常项目顺差在大幅度收窄。2006年、2007年的时候，中国经常项目顺差占GDP比重超过9%，确实比较高。全球金融危机以来逐渐在下降，到2018年中国经常项目差额占GDP比重已经很低了，在某些季度中国经常项目甚至出现了逆差。

中国服务贸易的逆差非常高，2018年中国服务贸易逆差接近3000亿美元。虽然服务贸易顺差大概有4000亿美元，但是服务贸易的逆差接近3000亿美元。服务贸易的逆差在过去几年中快速扩大，主要来源于旅行、教育和中国购买的知识产权。

我们的四大指标——增长、就业、物价和国际收支大体上比较正常，其中重点关注的就业如果没有大的影响，整个经济就是平稳的。

在中国宏观经济的金融层面，金融杠杆率会有一个明显抬升。去年实施金融结构性去杠杆，后来去得有点急，到下半年改为总体上稳杠杆。金融危机以后，企业的杠杆率大幅度提升，特别是国有企业。地方投融资平台作为国有企业的一部分，杠杆率有明显提升。

对房地产市场，坚持“房住不炒”“因城施策”的原则。最近房地产市场比较平稳，避免了以前的大起大落。2019年提出要改革完善住房市场体系和住房保障体系，尝试探索房地产调控的长效机制。总体上看，2018年、2019年中国的房地产市场还是比较平稳的。

以二手房价格作为参照，因为它的相对价格比较能反映市场的情况。2018—2019年，尽管有中美经贸摩擦，但我们并没有明显放松房地产市场，我觉得这也是吸取了日本的经验教训。在美国对中国实施科技战的背景下，中国更要把主要精力放在推动中国经济高质量发展上，要靠壮大企业和技术创新来做强中国经济，不能再依赖于房地产。房地产确实仍然是经济的重要组成部分，现在要做的是防止房地产大起大

落。

第三个问题，关于经济政策的选择。

实施稳健中性的货币政策。2017年底到2018年上半年结构性去杠杆的过程中，市场利率有明显上行。2018年7月政治局会议以后，货币政策从稳健中性转向略宽松的方向，所以货币市场率明显下行。尽管最近货币市场利率波动有所加大，这与货币市场短期的供求关系有关，但总体货币关系流动性是合理充裕的，利率是处于低位的。如果美联储下半年转向降息，我们的利率还有降息的空间。我们还要看下一步美联储的货币政策走势。

如果分析中国的国债收益率曲线，我们能看到这几年的明显变化。2015年底中国国债总体收益率比较低，说明当时的货币政策环境比较宽松。在国债收益率方面，十年期的在2016年底只有3%，一年期的只有2.7%，所以2015年和2016年中国的资金比较宽裕。到2017年底的时候资金比较紧，一年期国债收益率上升到3.8%，十年期上升到3.9%，比较扁平，但比较高。2017年下半年实施结构性去杠杆以后，国债收益率上升得比较快，不管是短期还是长期，收益率都有明显的上升。到2018年下半年，习近平总书记主持召开了民营企业家座谈会，同时对经济政策做了微调。2018年底的国债收益率曲线明显下行，不管是短期还是长期，同时都比原来略微陡峭一点。现在整个货币政策稳健中性，虽然国债收益率曲线略有上移，但总体水平比较低。十年期的国债收益率在3.2%，一年期的在2.6%左右，所以目前整个货币金融环境还是比较宽松的。近期因为美联储货币政策可能转向降息，2018年中美利差在收窄，最近又在走扩，中美利差开始放大。

不管是货币市场还是债权市场，中美利差的扩大给予货币政策更多的空间，同时有助于人民币汇率的稳定。5月美国再次升级中美经贸摩擦，人民币对美元汇率在市场作用下从6.7贬值到6.9，现在暂时稳定在6.9。

应对中美经贸摩擦，中国要立足于长期准备。在这个过程中，中国要按照自己的步骤和节奏继续推进改革开放，不能因为经贸摩擦而把自己封闭起来，我们要进一步扩大和其他国家的交流和交往。

目前来说，人民币汇率在主要经济体当中依然非常强劲。整个货币

的实际有效汇率非常强势。人民币自从2012年以来持续比美元强势，有效指数高于美元。尽管2015年在有资本外流的情况下出现阶段性贬值，但大部分时间里人民币汇率非常强势。在金砖国家中人民币汇率也是非常强势的。

从中长期来看，中国经济增长的潜力非常巨大。根据最近的预测，2021—2050年，尽管中国经济潜在增长率在下降，但仍是相当可观的增长。比如说在“十四五”期间，仍然可以维持5%～6%的增长，2026—2030年是4.5%～5%的增长，2031—2035年是4.3%～4.5%的增长，2036—2040年是3.9%～4.1%的增长，2041年以后保持3%以上的增长，到2050年也有接近3%的增长。

作为世界第二大经济体，要维持这样的增长率，维持中国改革开放的节奏，提升中国的实力，哪些改革要加快推进呢？

一是科技体制改革要加快推进。要提高研发效率，提升科技的组织体系。

二是劳动力市场要改革，因为它会影响到长期潜在经济增长。要提高劳动力受培训和受教育的水平，把人口红利转化成人才的红利。中国要到全世界去选才、纳才，同时加速中国人才的培养，这些方面有利于提升潜在增长率。

三是中国的制造业要防止过早地去工业化。不能简单地认为第三产业占比高就是产业结构优化。现在美国在搞再工业化，发达经济体都希望制造业回流。制造业占比下降应该是自然的过程，不能把它当作人为追求的过程，要把制造业特别是先进制造业的发展，作为未来中国在国际竞争中的战略重点。在先进制造业和5G的发展上，中国仍然要占领制高点。

四是财政和货币政策改革。一方面，在财政政策上减税，降低企业的成本，改善企业的营商环境，这有利于中国长期的经济增长。另一方面，中国要保持稳健中性的货币政策，除非有大的冲击，否则不可以放松。要防止资产泡沫化。我们维持这样的增长，在中美经贸摩擦中，如果美国进一步升级关税政策，对它的不利会进一步显现。现在的威胁或者是极限施压，也是一种心理战，实际上对美国很不利。美国现在是在追求损失最小化，而不是追求收益最大化。

五是中国要保持战略定力。中央提出供给侧结构性改革是完全正确的思路。供给侧结构性改革不是简单地扩大需求、简单地刺激房地产，我们要建立强大的国内市场，要立足于制造业的转型升级，来满足人民不断增长的美好生活需要。我们不是要建立泡沫化的市场，不是要搞经济泡沫化，而是要在这个过程中加强实业。日美经贸摩擦从20世纪六七十年代一直到80年代，日本并没有因为日美经贸摩擦而垮掉，还是发展得很好。但到了20世纪80年代，日本因为政策失误导致汇率战失败了。历史上有很多案例值得中国去总结、认识。

中美经贸摩擦持续升级不是最终的选择，按照平等协商的原则，达成一个互利共赢、双向均衡的协议，最终走向合作，才是正确的选择。中美不可能也不应该走向“热战”，也不应该走向“冷战”。中国要发展好自己的实力，经济政策不能出现明显失误。要做好中国自己的事情，保障好民生，保障好就业。中国经济的前景还是非常美好的，按照目前的发展思路走下去，中国实现两个百年的梦想，前景是非常光明的。

---

[1] 作者于2019年6月13日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

面对百年未有之大变局[1]

李杨

论坛成员、国家金融与发展实验室理事长

本文要跟大家讨论的话题是“百年未有之大变局”。这个题目的理论性较强，政策性也很强，而且又与外交领域密切关联。我试着讲自己研究这个问题的一点心得，就教于各位。

我们知道，无论是研究理论还是制定政策，准确判断形势是绝对的前提。我们现在处在什么样的时期，这不仅决定了所有的理论发展方向，而且决定了政策设计的大架构，甚至是细节。我们说，现在面临“百年未有之大变局”，这是一个大的判断，从时间跨度说，绵延百年，不可谓不长，所以必须要把它分析清楚。只有在此基础上，我们对其他分支性的研究才能顺利展开，才不至于迷失方向。

“百年未有之大变局”的判断，是习近平主席在2018年6月中央外事工作会议上做出的。他谈这个问题，多数是在外交场合。党的十八大以来，特别是“一带一路”倡议提出来以后，国内外对中国和世界的关系有很多新看法。“百年未有之大变局”的一个重要内容，就是中国在全球经济事务中开始有了声音，这本身就是大变局的内容之一。

理解这个主题，最合适的或者不可或缺的角度，就是全球化及其发展。我们沿着全球化这条线索去分析什么是“百年未有之大变局”，以及在百年未有的背景下中国能做什么。比如在金融领域，我们碰到了百年未有的机遇。我们每天都感觉到有变化，每天都感觉到原来的理论不太适用了。举例说，《现代货币理论》这本书颠覆了原有的货币政策理论，争议很多，但是，该书出版后，却是“洛阳纸贵”，卖脱销了。我们作为国家智库，有义务对当前发生的重大事情、有影响的重大理论进行研判，在这个基础上形成我们的政策判断。同时，如果有可能的话，做出我们自己的理论贡献。

2017年12月28日，习主席在人民大会堂接见回国参加2017年度驻外使节工作会议的全体使节时，发表了讲话。他指出：“放眼世界，我们

面对的是百年未有之大变局。”这是他首次系统公开地提出这个概念。

在2018年6月中央外事工作会议上，习主席再次提出：“世界处于百年未有之大变局。”后来他还多次讲到过，我就不一一列举了。我们认为，这个判断是我们认真分析国内外形势的最基本的出发点和前提。理论研究要有前提，政策研究更需要有前提，关于前提的重要性后面还会涉及。

在中国文化中，“百”是个虚数。比如百家姓，根本就不止一百个姓氏。理解“百年未有”，千万不要拘泥于时间，不要过于关注用时间区分，这里表达的意思是“变”。我们过去习惯的思路不顶用了，在那些思路上形成的理论基础也不顶用了，我们面对的是一个全新的情况。总之，百年未有，言其长也，言其久也，说的是一个大格局的变化。

今天，我们来分析构成“百年未有之大变局”的典型事实。主要有以下六点。

一、全球经济衰退呈现长期化趋势

2007—2008年开始了本轮金融危机，时至今日，这场危机还没有完全过去。显然，全球经济衰退呈现出长期化趋势。

图1-6中有三条线。一条刻画的是中国的经济增长，一条是美国的经济增长，一条是全球的经济增长，都在比较低的水平上。而且，最大的问题是，我们非常熟悉的宏观调控工具，即需求管理不奏效了。面对这一大变局，世界各国不约而同地把自己的政策重点移到了供应侧。只要学过经济学的人都知道，政策重点放到供应侧，说明经济面临的问题主要在实体层面，是长期的问题。

图1-7告诉我们，20世纪60年代以来，全球的经济增长趋势是向下的。为何从1961年开始显示呢？那是因为，我们如今熟知的国民收入统计体系，在1961年之前并不存在。

观察图1-7，我们可以有根据地说，在统计意义上，全球经济确实存在一个年代跨越很长的经济周期。这印证了习近平主席的论断，我们正经历“百年未有之大变局”。

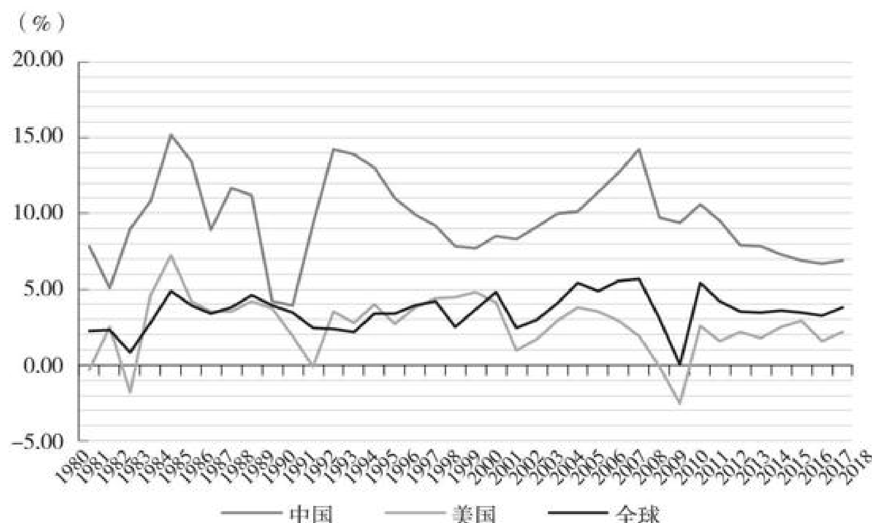


图1-6 中国、美国及全球经济增长（1980—2018）

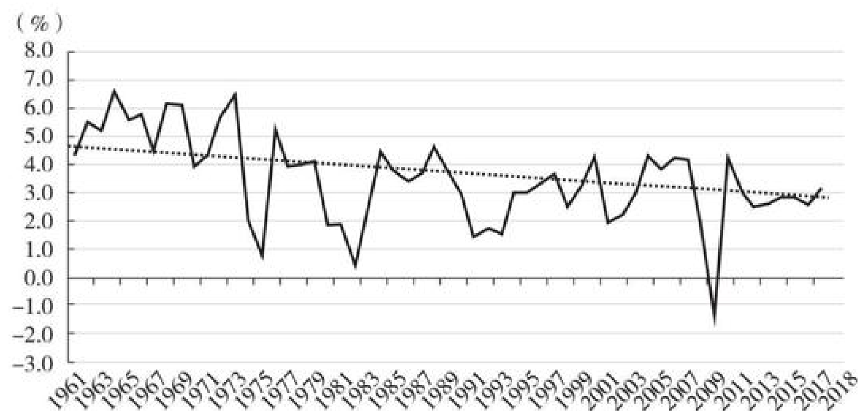


图1-7 全球经济GDP增速（1960—2018）

资料来源：美国国家经济研究局，国家金融与发展实验室。

我们注意到，在经济学界，对于经济运行的长周期问题，早有大量研究，其中，长度为40～60年的“康德拉季耶夫周期”支持了习主席的论断。

“百年未有之大变局”的存在，凸显了创新发展的极端重要性。这是因为，经济发展的长周期，以科技发展为物质基础。当今全球经济之所以低迷，是因为人类社会尚未出现大规模的颠覆性科学创新并进而改变世界的生产方式。

对于这个问题，经济学界很早就有觉察。例如，早在20世纪末，美国经济学家兼战略投资家加里·西林就曾著书《通货紧缩》，对已经开始的长周期的下行阶段进行了探索。

我们不妨引用几句该书的论述："对新技术的投资已经开始，但还没有强大到足以支持工商业全面快速增长的程度。其结果是形成周期的下降波段。这一阶段，实际上就是旧技术的全面使用与新技术投资大规模兴起之间的间距。"在这个间距中，"推动先前经济上升的旧技术已过度利用，潜力耗尽。推动下一轮经济增长的技术虽已知悉，但还没有完全进入商业化开发利用阶段"。

加里·西林在20年前讨论的事情，基本适用于当下。

二、全球债务浪潮

与经济长期下行密切相关的是债务问题。谈到中国经济，人们都会说是一种典型的债务主导型、债务驱动型经济，是货币驱动型经济或者信贷驱动型经济。这一系列意思相近的概念是说，我们的经济增长是靠增加债务实现的。其实，债务驱动这个命题，在全世界普遍适用，各国只是存在程度之别。国家金融与发展实验室的研究人员最近发表了题为"150年以来的信贷和经济增长"的研究报告，他们分析了150年以来几个主要国家的情况，证实了这个论断。

然而，在增长十分疲软的情况下，如果债务还在增长，那就成为大问题了。众所周知，本轮危机是债务危机，减债和去杠杆显然就是经济恢复的必要条件。但是，资料显示，全球的债务以及相应的杠杆率的状况却恶化了。经济还在下行，但债务却在增长。各国当局都知道，债务是魔鬼，也都知道当前的主要问题是债务太多，都信誓旦旦地说要去杠杆，但是资料显示，全球去杠杆的情况非常不理想。

国际金融协会公布的一份关于全球债务的报告显示，2019年上半年，全球债务增长了7.5万亿美元，总额超过250万亿美元。预计，2019年全年全球债务或创下逾255万亿美元的新纪录。这意味着，按照全球77亿人口来算，人均负债竟达3.25万美元！更值得注意的是，金融业以外的债务总额已高达190万亿美元，相当于全球GDP的逾240%，其增长速度超过了经济增速。全球债券市场规模也已从2009年的87万亿美元增

加至2019年的逾115万亿美元。其中，政府债券占比从2009年的40%上升至2019年的47%，银行债券则从2009年的逾50%降至不到40%。我们可以由此得出一个判断：金融与实体经济的关系发生了显著变化，变化的方向就是两者日渐疏远。这种现象同时还表明，货币政策在稳定经济和促进经济增长方面的效力递减，未来我们只能更多地依靠财政政策。

这里面有一个要点，我们观察150年来的债务变化发现，在发达经济体是政府债务增长快，而在新兴经济体则是企业债务增长快。这不仅体现出我们所处的经济发展阶段不同，而且体现出整个国家的治理理念不同。

在发达经济体内，只要经济有了问题，政府就会把企业的债务背下来。政府债务增多，恰好是替代企业债务的结果。这个理念很清楚。在发达经济体内，经济是由企业驱动的，企业出问题，自行解决不了，则由政府买单，甚至不惜采取国有化等措施，也要把企业的不良债务和一些权益买过来，借此稳定国民经济。至于政府债务，由于其腾挪空间甚大，可容徐徐处理。

新兴经济体则不同。一旦经济有些问题，通常的做法是把问题推到企业头上，让企业承担，并且政府会把自己摘出来。毫无疑问，这两种处理政府和企业关系的模式，差异巨大，究竟何者为优，恐怕难以一言以蔽之。总之，在整个社会经济系统中，企业、政府、居民、金融机构各是什么角色，如何把这个角色摆正，遇到问题时怎样互动，此消彼长，背后有很多的理念问题，也有很多理论问题，更有很多政策问题。

我们进一步分析债务问题。图1-8是国家金融与发展实验室研究人员做的统计。这个统计结果告诉我们，经济增长的债务密集度在上升。

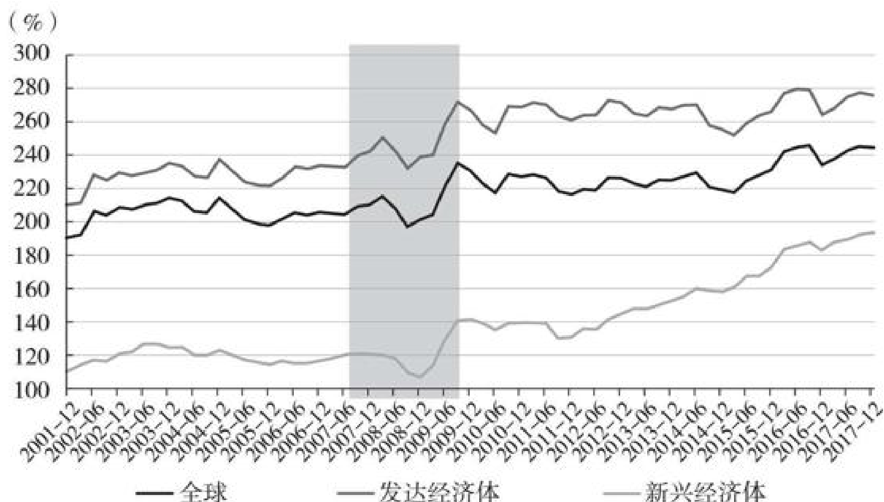


图1-8 2008年金融危机以来全球债务密集度上升

资料来源：国家金融与发展实验室。

我们已经指出，当今世界，各国经济增长都是债务驱动型的，只不过程度不同。我们可以就此提出一个概念，即债务密集度，这指的是，为了达成一个确定目标的GDP增长，我们需要多少金融资源予以支撑。债务密集度上升则指的是，为了达成一个确定目标的GDP增长，如今比过去需要更多的债务予以支撑。显然，债务密集度上升，表明经济的效率在降低，图1-8揭示的正是这样一种现象。由此我们可以得到一个结论，即金融对于实体经济日渐疏远。这里的“疏远”是1991年美国联邦储备委员会主席格林斯潘在美国国会参议院银行委员会做证时首次使用的一个概念，他用这个概念揭示的事实是：随着经济的金融化，金融上层建筑越垒越高，金融与实体经济渐行渐远，对应地，美国的货币政策的效力也越来越低。正是在那次做证之后，美联储的货币政策逐渐摒弃了以货币供给量作为中介目标的，既是传统的也是经典的范式，转而越来越多地使用利率手段，货币当局只是间接地，主要在融资成本层面影响企业和市场的运行。美国的货币政策，除了2008年金融危机，根本就不动货币存量，基本上就是只管利率。只有在危机时，利率也不顶用的时候，才重新计起数量。不管怎样，现在是越来越远了，金融不服务于实体经济也是一个全球现象。

货币政策的效率递减和前面金融密集度上升一样。为了使实体经济产生某一个确定量的反应，货币当局付出的资源越来越多，调控力度越

来越大，但效果并不明显。这是很大的问题。人们开始想到，是不是财政政策的作用更大呢？于是，全世界逐渐将目光转向财政。刚才我说要讨论《现代货币理论》这本书，里面至少有两章谈到税收等因素对经济的影响，以及税收支出对货币政策的影响。当然，财政的变量和金融的变量相比，存在巨大差异。财政支出直接形成需求，财政收入则直接扣减纳税人的收入，并直接减少需求。金融则不同，它只能间接影响实体经济，整个金融系统固然可以将资金“花”出去，但是，只能说先花出去，钱到底流向哪里并不知道。而且，我们的金融上层建筑还在不断向上累积，会不断推出一些新产品，还会不断创新金融产品。然而，产品越来越多，规模越来越大，资金却很少流向实体经济。这就是这些年来，金融不断脱实向虚的过程。

2019年，由国家金融与发展实验室牵头，会同财政部研究院和人民银行研究所，就财政政策、货币政策协调配合问题召开了一次全国性研讨会。我们共同认为，这种类型的研讨会以后每年都要开，这是因为，如果货币政策和财政政策不能协调配合，不仅不能形成合力，而且各自的政策效力也要打折扣。

虽然全球经济增长率在下降，但是与GDP增长对应的债务在增多。债务增多的主要问题是利息支付增加。因此，债务增加、杠杆率提高有一个阈值和临界点，当整个经济为债务支付的利息超过当年的GDP新增额和新增储蓄额时，这个债务就变成魔鬼了。遗憾的是，中国自2014年开始，就已出现这个问题，这意味着，我们现在天天都在吃老本。观察一下中国国家资产负债表连续20年的数字，我们发现，数字年年都在变。我们最怕看到的变化，就是国家的净财富在不断减少。在整个流量层面，大量的利息支付给金融系统。这些钱从哪里来呢？在新增GDP和新增国民储蓄的规模不及利息支付规模的情况下，那些不足的部分，靠的只能是吃老本、吃外汇储备、吃黄金储备、吃海外上市公司的利润。当我们在全球范围内讨论国家和国家之间的财产关系时，就只有上述几类财富是有意义的，其他不能在国际上进行交易的财富，都只能归零。

三、劳动生产率的增长率下降

第三个典型事实就是，全球的劳动生产率的增长率一直呈下降趋势。我们以美国为例，从图1-9可见，美国劳动生产率的增长率，自20

世纪50年代以来，就呈微微下降的趋势。

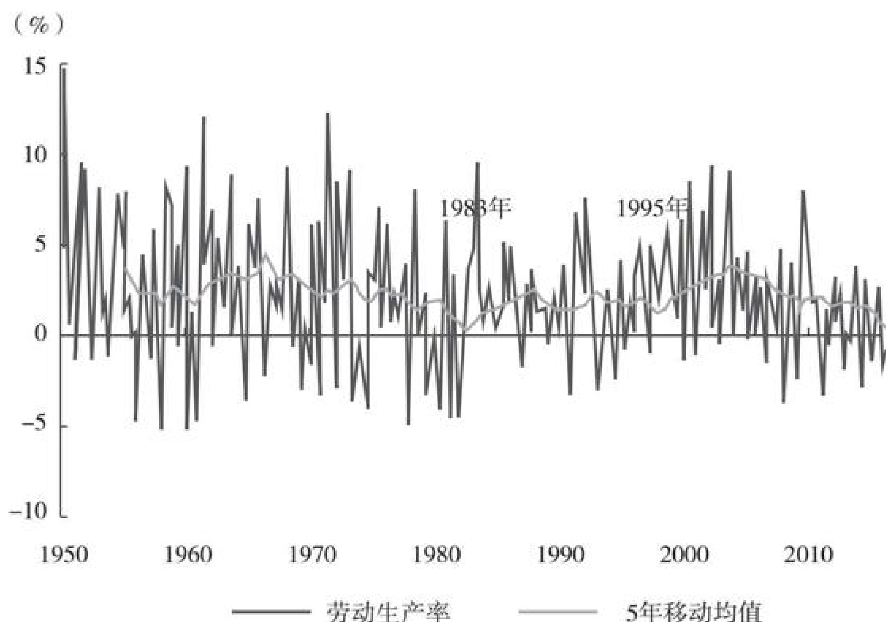


图1-9 美国劳动生产率的增长率呈长期下降趋势

劳动生产率的增长率在下降，反映出经济的创新能力不足。虽然，在我们的经济社会中，创新一直没有停步，但迄今为止，我们还没有见到革命性的、具有颠覆性的、能够整体提升经济运行效率的创新出现。即便有，也不够大。从全要素生产率的增长看，也不太理想。我们知道，全要素生产率是柯布-道格拉斯生产函数的残值，它包含了很多不能由劳动和资本的变化来解释的因素。这些因素中，最值得关注的有两项，一是管理水平的变化或治理水平的变化，二是科技进步。很多实证研究显示，科技进步构成柯布-道格拉斯生产函数残值的主体。

2013年，美国《自然》杂志发表了一篇文章，名叫“爱因斯坦之后，科学天才灭绝”。文章配发的照片上有爱因斯坦、居里夫人、薛定谔、玻恩、玻尔、狄拉克等创世纪的天才科学家。这篇文章的主旨是，自20世纪这些天才科学家去世之后，这个世界就再没有人超过他们。所以，他们构建的理论体系至今没有被超越。也就是说，我们目前的经济赖以发展的科学技术基础，还都是20世纪的科学家们奠定的，迄今为止，我们并未超越前人。我们知道，存在着这样一个逻辑链条：经济效率的提高依靠创新，创新依靠技术，技术的基础是科学。如果科学没有

颠覆性的变化，技术创新就只能是小打小闹。根据这个逻辑，如今经济增长缓慢下降的原因是，如今的科学水平并未超过爱因斯坦时代。2016年，美国经济学教授罗伯特·戈登也曾著书断言：始于20世纪70年代的第三次工业革命，到2005年已经接近尾声。所以，走在世界前列的国家正在满怀激情地迎接第四次工业革命。但是，我们“只听楼梯响，不见人下来”，现在，我们还没有看到一些重大变化的端倪。经济增长取决于技术进步，技术进步取决于科学创造，科学发展的缓慢，在根本上决定了劳动生产率增长的缓慢。这就是百年的一个大变化。

四、人口结构恶化

第四个典型事实是人口结构恶化。图1-10和图1-11分别刻画了全球各大洲劳动人口及人口抚养比的变化。

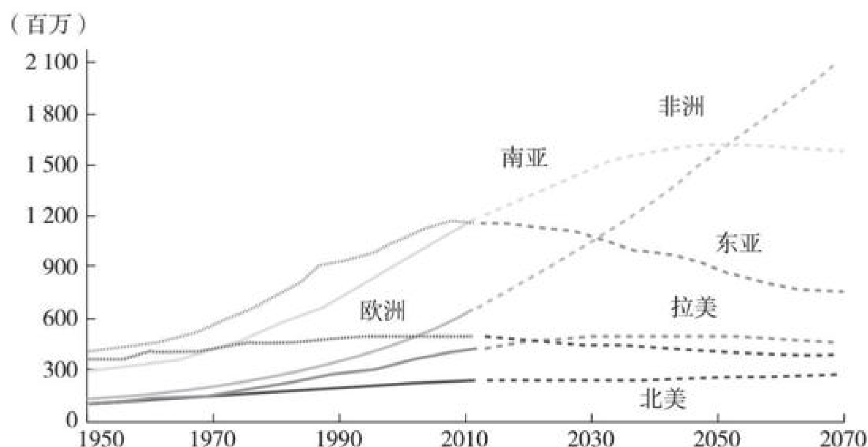


图1-10 各大洲劳动人口（1940—2070）

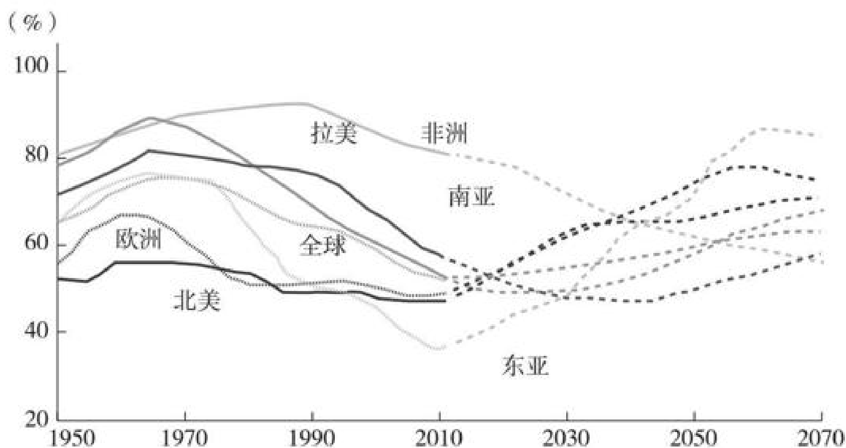


图1-11 各大洲人口抚养比（1950—2070）

如果说，在历史上，人口过快增长、食物短缺、营养不良等是人类社会面临的头号问题，并由此催生了以马尔萨斯为代表的消极、悲观的人口经济学，那么进入20世纪，劳动人口减少以及相应的抚养比上升，加之老龄化在全球蔓延，则是人类社会面临的新困境。

图1-10显示，到2010年，全球各大洲中，非洲、东亚、南亚、拉美的劳动人口仍在增长，其他各洲已经陷入增长停滞或负增长。越过2010年，东亚加入了劳动人口减少的行列，全世界唯有南亚和非洲的劳动人口还在增长，拉美则仍然陷入低增长。过了2040年，全世界除了非洲，全部陷入劳动人口负增长的境地。

显然，如果照此趋势走下去，我们将看到一幅令人沮丧的图景。

图1-11刻画的各洲人口抚养比的发展趋势，从本质上说，是图1-10的另一侧面，从经济分析的意义上说，图1-10和图1-11结合在一起，为我们提供了一幅讨论人口因素如何影响经济的全面图景。图1-11刻画的是总人口中就业人口和被抚养人口的比及其变化。其中，16～65岁的人口，我们称为就业人口，16岁之前和65岁之后的人口，我们称为被抚养人口。抚养比指的是被抚养人口对就业人口之比。显然，抚养比上升，说明总人口中就业人口占比下降，相对越来越多的人口是被抚养的；反之，抚养比下降则表明总人口中有更多的人口在创造财富。图1-11显示，抚养比上升是全球趋势。在2040年之前，唯有南亚和非洲的抚养比还在下降，过了2040年，直至2070年，全世界只有非洲的抚养比还在下降。这就是我们面对的冷峻的人口事实。

图1-12是中国的情况。这张图是中国社科院劳动经济及就业研究所的研究人员做出来的。大家知道，由于多种原因，中国从事劳动与就业研究的机构很少，合格的研究人员更匮乏，而且人口问题，特别是计划生育问题，在很长时间内是研究禁区。早在20世纪末，我们的研究人员就指出，现行的人口政策有问题，必须调整“独生子女”政策。但是，在当时的情况下，这种类型的研究常常被扣上“反对基本国策”的帽子。于是，听任独生子女政策长期不调整，如今中国的人口结构严重恶化了。

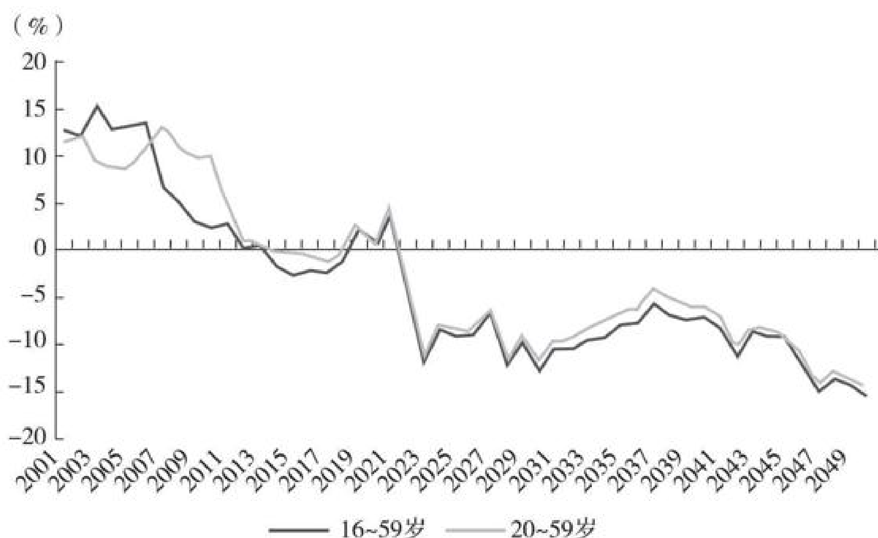


图1-12 中国劳动人口已经负增长

资料来源：中国社科院劳动经济及就业研究所。

面对劳动人口减少和抚养比上升的冷酷事实，移民等自然就成为很多国家关注的大问题。现在大家都说德国愿意接受移民，施行人道主义。这当然是对的。但是，也应看到，德国的人口早就是负增长了，其劳动人口早就减少了。因此，不断地接受移民，是应对人口总量和结构双恶化的良策。但是，德国的如意算盘是，只接收其他国家受到良好教育的移民。若干年来，这一如意算盘基本上是实现了的，但是，美国在中东一发起战争，就搅乱了德国的如意算盘，把那些受教育程度较低的人口也赶到欧洲来了，于是德国就受不了了，其他一些欧洲国家，本身人口只有几百万，最多上千万，当然也受不了。于是，移民问题一下子就尖锐起来了。

2019年春节前我去日本访问，专门去看日本的人口政策和相关财经

安排，同时研究日本地方政府债务问题，感受颇深。日本好像是找到了出路，至少大力发展机器人是出路之一，当然还有其他很多方面，涉及整个养老体系、就业体系、退休体系等。应当看到，日本如今的这些安排，是经过了几十年的痛苦经历总结出来的，中国现在应该好好去学。

人口结构变化对经济发展的影响，可以通过对人口红利的分析清楚地展示。所谓人口红利，是指一个国家的劳动年龄人口占总人口比重较大，同时，劳动年龄人口快速增长，将使这个国家的抚养比降低，所有这些，都将为经济发展创造出有利的人口条件。

概括而言，人口红利为经济的增长提供了如下有利条件。

其一，有利于在低工资水平上增加劳动力供给。中国近30年的工资水平都是2000多元左右。GDP翻了好几番，但工资水平还是不高，使得中国的企业、产品在国际市场上极有竞争力。

其二，不断降低的人口抚养比，有利于加速资本积累。长期保持接近50%的储蓄率，是中国经济高速发展的基础。这是因为，储蓄的另外一面是投资，没有储蓄就没有投资，中国长达30余年，一直面临的是储蓄大于投资的局面，其差额就是我们的国际储备。而美国的主要问题是储蓄率低，所以要用美元的霸权来吸收包括中国在内的高储蓄，支撑其国内投资。

其三，由于有人口红利，高储蓄、高投资、高增长同时出现。我是做金融工作的，金融的核心问题是储蓄和投资。储蓄率是自变量，不是因变量，不是政策变量，它的变化是实体经济因素造成的。过去几十年中，我们在讨论经济运行存在的问题时，大家很容易将之归诸高储蓄。那时我就明确指出，大家不应当指责高储蓄，因为它支撑了中国长达数十年低通货膨胀的高增长。然而，储蓄率一定有下降的时候，这个问题让我不幸言中了。

人口红利的反面就是人口负债。人口负债出现，经济通常会在两个方向失去增长势头：一个是生产力下降，社会负担加重，工资率上升；另一个是潜在生产率下降，出现老龄化，并带来社会支出提升，资本积累减少，使得经济增长失去动力。如果这是全世界的普遍现象，那么世界经济增长速度就会缓慢下行。我们是金融驱动性的经济，在金融里面可以创造财富，但是金融到最后创造的都是泡沫，所以债务就起来了。

生产率下降了，老龄化、社会支出在增长，资本积累在减少等，这些都是实体经济遇到的问题。

五、收入分配不公的问题

我们首先引述习主席的两段讲话。一段摘自《习近平关于社会主义社会建设论述摘编》：“物质丰富了，但发展极不平衡，贫富悬殊很大，社会不公平，两极分化，能得人心吗？”另一段是他在世界经济论坛上的演讲，针对与会者都急切地盼望第四次工业革命的到来并将全球重新拉回高增长路径之上的讨论，习主席在充分肯定第四次工业革命将产生极其广泛而深远的影响，包括带来的经济增长的基础上，特别强调了它可能带来的副作用：“第四次工业革命将产生极其广泛而深远的影响，包括会加剧不平等，特别是有可能扩大资本回报和劳动力回报的差距。”大家都觉得现在的经济增长不行，盼望着第四次工业革命。第四次工业革命有可能会使经济增长的下滑趋势有所缓解，但是在带来这样一个好处的同时，千万不要忘记，它也会使资本和劳动的矛盾凸显。大家知道，马克思写《资本论》，讲了资本和劳动的关系，资本的收入高，劳动的收入就低，利润侵蚀工资。这个问题不因社会制度不同而不同，私人资本、国有资本都有资本的共同属性。

关于这个问题，美国总统特朗普也意识到了。特朗普在进行就职演说时讲了一段堪比《共产党宣言》的话：“长久以来，华盛顿的一小撮人攫取了政府的利益果实，代价却要由人民来承受。华盛顿欣欣向荣，人们却没有分享到财富。政客们赚得盆满钵满，但工作机会越来越少，工厂纷纷倒闭……他们的胜利不等于你们的胜利。当他们在我们的首都欢呼庆祝时，无数挣扎在这片土地上的家庭却没有什么可以庆祝的。”

特朗普讲这番话时正是北京时间凌晨一点多。我收看了实况。我觉得，他的演讲简直就是一个美国版的《共产党宣言》。

无独有偶，2014年有一项研究成果震动世界。法国一位年轻的学者叫皮凯蒂，他写了一本书——《21世纪资本论》。我访问过他两次。他手头掌握着大量的研究经费，有二三十个国家给他出资，有100多个训练有素的经济学家帮他做各国的数据和分析。我问他有没有中国的数据，他说当然有，但当时没有公布，直到最近才公布了中国的数据。他

的分析思路和马克思完全一样，就是沿着资本和劳动的关系展开。他说，资本回报率总是倾向于高过经济增长率，而劳动力报酬的增长率总是倾向于低于经济增长率。比如GDP增长8%，资本回报率为9%、10%、15%，在中国很长一段时间都是这样的。而劳动力报酬——工资平均2000多元持续了几十年，增长率很低。这样此高彼低，贫富差距当然就会越来越大。

《21世纪资本论》的出版有多方面的意义。一方面，有一个资本主义阵营中的经济学家站出来狠批资本主义，当然是好事。但是，另一方面，如果你仔细阅读这部著作，就会感到意味深长。皮凯蒂讲道，他的研究和马克思的研究是一脉相承的，无非是他比马克思多了150年的历史经验来证实了当时的结论。马克思指出，资本主义是自己的掘墓人，但他没有告诉我们废除资本主义以后，如何在政治和经济上组织社会。我去访问皮凯蒂，他特别高兴，他同我说，这就是在讲我们的事情，讲中国的事。因为法国、英国、德国等资本主义国家，基本上都是资本主义社会历史的延续，只有中国消灭了私有制，但还保留着资本。如何在政治上和经济上组织社会，这是一个问题。皮凯蒂认为，私有制要有健全的民主机制来支撑，以减少不公平现象。同时，一个社会除了私有制之外，还应该存在其他形式的所有制。在交谈中，我们同他详细地描述了习主席两次引述他书中的观点，他很高兴。我们跟他讲了中国的所有制结构，这对他们的经济研究有些影响，后来，他还将中国式的混合所有制加到了他的所有制系列中。

《21世纪资本论》指出，不公平的现象令人震惊。首先是现有财富和资本的分配，其次是国民收入的分配。先说存量，然后说流量，这就把整个问题说清楚了，说全面了。所有这些国家里，最贫穷的50%的人口占有的国民财富无一例外都低于10%。他们的这项研究，虽然很多主流经济学不认可，说无非只是一些统计数据，没有理论支撑，没有什么像样的模型。但是，这项研究已经对西方主流经济理论体系产生了冲击。在《资本论》中，马克思指出，资本主义制度可以允许生产力无限制发展，但财富的积累和贫困的积累，最终会产生冲突，两者的冲突将周期性地打断生产发展的进程。这就是马克思的结论，这个制度现在荒谬到这种程度，在创造财富的时候创造出了自己的敌对力量，这个力量是体系内生的，因而危机不可避免，所以革命结论是顺理成章的。

斯蒂格利茨等人逐渐认同这些看法，而且用非常学术的眼光对现在

的主流经济学和西方社会进行批判。当我们访问皮凯蒂时，问及中国的情况，他不说，后来才悄悄地把中国的数据公布出来。这些数据看起来还挺可怕的。数据指出，2015年，中国最富有的10%的人群占全部财产比重的67%；最富有的1%的人群占全部财产比重的30%；最底层的50%的人群，只占全部财产的6.4%。在他的分析框架里，整个资本主义世界最不公平的是美国，但中国的不公平程度已经接近美国，并且超过了法国、德国。可以说，中国社会中的收入分配和财富占有的不公平问题，已经相当严重。

中国的情况很复杂。我们当然没有通过压榨劳动来加强资本，但是我们追求高增长。在相当长的时期中，我们片面追求增长速度，高度依赖投资。于是，谁掌握资本，谁就在经济中长期占据主导地位。我读博士的时候，很多博士同学说，最愚蠢的政府就是教人民怎么去发财的政府。发财还用政府去教吗？利润占国民收入比重过高，对应劳动收入占比就过低了。因为，初次分配主要是资本和劳动分配，政府插一杠子，用生产税的方式会占一些，但不会太多。简言之，在初次分配当中就是资本和劳动，到现在为止，在中国，掌握资本的人的地位，显然比所有其他人的地位都高。

中国的GDP增长，归根到底都是为了满足广大人民群众的物质文化需要，为了保证人的全面发展。从人民出发，以人民为归属，一切为了人民，让改革和发展成果惠及全体人民，让人民有获得感，这是我党治国理政的基石。获得感中最重要的就是获得金融资源，所谓贷款难就是无法接近金融资源。金融资源掌握在少数人手里，他们坐吃体制的盛宴。现在大家都在想方设法搞金融，利用最先进的互联网、移动互联技术去搞传统金融，结果又出现了很多泡沫。金融不平等是经济不公平的最重要因素。在这个意义上，普惠金融的提出，非常重要。

六、全球治理“礼崩乐坏”

第二次世界大战之后，以美国为代表的发达经济体，建立了一套几乎无所不包的全球治理体系。这个治理体系有三部分内容。一是建立了很多国际组织，大概有70多个。二是所有的国际组织都有规则。比如世贸组织如何加入、怎么退出，这些都有详密的规则。三是建立国际仲裁机制，出了问题，违反了规则，总会有人来调解、处罚。这是一套非常

严密的网络。但是这种情况现在被打破了。

习主席2016年在达沃斯论坛上的演讲，详细分析了造成这种状况的深刻原因。在他看来，有三方面原因，使得这套机制不能运行了，这也是“百年未有之大变局”。

一是国家经济力量对比发生了深刻演变，但全球治理体系未能对新格局做出反应。所谓国际经济力量对比，就是说原来发达经济体在全球GDP中占比很高，很长时间以来它们以30%的人口贡献了70%的全球GDP。但现在已经变了，现在新兴经济体对全球增长的贡献超过了发达经济体。怎么办？新兴经济体当然有话要说，但发达经济体不让新兴经济体说话，所以导致了冲突，百年未有的变局就出现了。

二是全球产业布局在不断调整，但贸易和投资规则未能跟上形势。如今全球产业布局已经从国家之间的分工、产业的分工、地区的分工、产品间的分工，发展至产品内分工。何为产品内分工？这是说，如今世界上，没有任何一个产品是由一个国家单独完成的，也就是说，在这个产品生产的过程中，生产要素或者要件要反复不断出入国境。在这种情况下，怎么扣税？怎么识别？什么叫作原产地？这些问题都出现了。但现在美国还是要针对中国的出口产品再加税，从经济学角度分析，这些加税都没有道理。把这一层关税加在中国企业头上，往下一层就有可能是由美国企业和美国消费者负担。投资贸易规则要重新制定，我们叫作投资与贸易便利化。

三是全球金融市场需要增强抗风险能力，但全球金融治理机制需要适应新需求。

21世纪全球风险的治理体系不适应性日益体现，它既应对不了传统挑战，更难以对付暴力、恐怖袭击等非传统挑战。近年来，在全球到处举行峰会，但什么问题都没解决，这就是治理体系“礼崩乐坏”的典型表现。美国不断地“退群”，中国不断地“建群”，变革全球治理体系已成趋势，世界上的国家都要变革全球治理体系的内容，这个变化任重而道远。

关于“百年未有之大变局”，前面说了六个表现。我觉得，认识这个“百年未有之大变局”有很多的角度，其中最重要、最基础的角度，应当是从全球化的发展来看。传统的、发达经济体主宰的全球化日趋没

落，中国“一带一路”倡议所号召的新全球化、落后国家的全球化正在兴起。“百年未有之大变局”就在这里，它不可能很快过去，我们要面临持续很长时间的矛盾和冲突。

中国仍然处于重要的战略机遇期。党的十九大明确指出，国内外形势正在发生深刻复杂的变化，我国发展仍然处于重要的战略机遇期。

做出这个判断的主要根据有五个。一是大家还是愿意和平发展。二是各种世界性难题，比如气候变化、重大污染、传染性疾病、地区热点等，都离不开中国的参与治理。三是求合作、谋发展仍然是各国共同的愿望。全球产业已经形成你中有我，我中有你的分工格局。四是全球新一轮科技革命和产业革命正在迅速发展。五是中国占有重要的一席之地。我们的传统优势是人口多，而且收入水平增长很快，有人有钱，自然能形成很大的市场，这个市场谁都不愿意丢。时和势都在我们这边。

要做的工作千头万绪，最重要的是推进改革。2019年1月23日，中央全面深化改革委员会第六次会议再次给出了明确答案。会议指出，党的十一届三中全会是划时代的，开启了改革开放；党的十八届三中全会也是划时代的，开启了全面深化改革。在系统整体设计推动改革的新时代，我们要按照十八届三中全会的决定来推进改革。

历史证明，改革是中国推进现代化的唯一出路。40年来，中国经济有四次大波动。第一次是20世纪80年代，出现了家庭联产承包责任制和城市企业责任制，这个我们都经历过。第二次是1989年，遇到一场非常大的政治事件，当时世界给我们的压力比现在大得多。但我们用全面深化改革，用市场化取向的改革的全面推进，比较顺利地渡过了难关。第三次是1998年亚洲金融危机，我们通过深化国企改革、住房改革、加入世贸组织渡过了危机。现在又遇到了新问题，十八届三中全会决定了一系列中央关于改革的决策，将会引导我们顺利地走出这个低谷。

时和势都在我们这边，但确实需要有定力，需要认清形势。我们做研究的，需要针对这些形势做出分析和判断，给出好的政策建议。为中国的经济做出贡献，为中国的经济理论做出贡献。

---

[1] 作者于2019年5月8日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

重新理解中国发展进程

增长是硬道理——对20世纪90年代以来宏观调控的回顾与反思[1]

余永定

论坛成员、中国社会科学院学部委员

最近，我在编一本文集。这本文集包含了我1995年从英国回国后撰写的关于宏观调控的论文，涵盖了差不多30年来我对于宏观问题的研究过程。在整理过程中，我把所有有关这方面的论文重新看了一遍，很有体会和感触。最后，我决定把这本论文集的名字定为“太阳之下无新事”。为什么呢？因为我发现我们现在讨论的许多问题，在20年前甚至更早就已经说过了，而且说的话跟现在一模一样。所以，研究“经济研究史”对于学经济学的人来讲非常重要。大家接受正规的经济学训练，喜欢搞模型，甚至是很复杂的模型，这些是有用的、有帮助的，但真正想对一个国家的经济提出一些接地气的政策建议，积累研究经济问题的“实践经验”和“研究经验”，确认以往的政策建议中哪些提对了、哪些提错了，其背后的原因是什么，或许更为重要。

我今年71岁，我的优势是经历了两个完整的经济“周期”。年青一代可能连半个“周期”都没有经历过。所以由于缺乏经验，年轻人不会得出“太阳之下无新事”这种结论，也许等到20年、30年之后，他们也会有同样的感觉。我对自己过去的许多想法，包括一些主流想法重新做了思考，在今天的讲课中，我会对过去的一些流行想法提出批评，这个批评也是对我自己的批评，因为人总要不断地重新认识自己，“扬弃”自己以往坚信不疑的想法。这并不是在否定自己，而是一种进步和提高。

20世纪70年代末到80年代，中国处在从计划经济体制向市场经济体制过渡时期。虽然也存在很多宏观问题，但是跟我们在教科书上所学的经典的宏观问题不太一样。到了90年代之后，中国逐渐形成了以市场为主导的具有中国特色的市场经济，在这个过程之中，宏观调控跟我们在

教科书上所学的宏观调控的一致性越来越多，所以我想从1991年之后来谈。

1991年之后，中国经济宏观调控经历了几个阶段。

第一个阶段，1990—2002年，是从治理通货膨胀到克服通货紧缩的阶段；第二个阶段，2003—2008年，是在物价稳定和经济增长之间寻找平衡的阶段；第三个阶段，2008—2010年，是全球经济危机下，反危机、稳增长的阶段；第四个阶段，是从强调稳增长到强调结构改革的阶段，这个阶段我是从2011年开始算起的，也可以从2012年开始算起，周期边界划分不是特别清楚。在不同阶段我们所关注的主要问题，以及学界的主要争议是不同的，或者说在各个阶段宏观经济管理所要解决的主要矛盾和矛盾的主要方面是不同的。

我现在谈一下，经过这几十年之后，我对关于宏观经济调控的一些重要观点的重新认识。

我想谈的第一个观点是，中国经济增长的意向性目标，不应该建立在对潜在经济增长速度推算的基础之上。也许马上有人会觉得不对，因为我们首先得算出潜在经济增长速度是多少，才能根据计算结果决定意向性目标（不是指令性目标）。最近有人说不需要制定经济增长的意向性目标，这种观点比较极端，我就不谈了。为什么我们不能根据潜在经济增速的计算结果来确定经济增长的意向性目标？首先我们得明白，所谓潜在经济增长速度是什么概念。教科书里讲的是，它基本上在一定时期内（可以说是中期），可以维持物价上涨率稳定，比如3%就是3%，2%就是2%，不会从3%到4%再到5%。它是同物价上涨率稳定或者通货膨胀率稳定相一致的经济增长速度。如果实际增长速度高于潜在经济增长速度，按定义通货膨胀就会失控，所谓失控就是物价会加速上升，物价的二阶导数是正的。如果实际经济增速低于潜在经济增速，物价指数就会不断下降。反过来说，如果通货膨胀率是负数（不一定要越来越负），即如果经济处于通缩状态，那么实际经济增速就低于潜在经济增长速度。

这个定义是理论定义。问题是一国的潜在经济增速到底是多少，谁也说不清楚。首先，我们找不到一种计算潜在经济增速的可靠办法。最简单的办法是求出过去几年（多少年？没有客观标准）实际经济增速的平均数（什么平均？没有客观标准），然后认定这个平均数就是今年的

潜在经济增长速度。按美联储的说法，计算潜在经济增长速度的方法基本有三种。第一种是总量法。第二种是生产函数法，这是建立在索洛模型的基础上的，我们经常计算的全要素生产率、增长速度等基本上都属于这一流。第三种方法就是动态随机一般均衡模型，这是非常流行的。世界各国的主要研究机构都用这个模型去算。但这种模型恐怕最不可靠，因为太复杂了，经济学本应把事情简单化，太复杂了就无法掌握。

上述计算方法都有一些难以克服的内在缺陷。

第一，计算潜在经济增速对数据和资料的要求很高。中国的数据质量比较差，哪怕模型做得再好，依据错误的或者不完善的数据，推出来的结果肯定是不对或者有问题的，有时候甚至偏差很大。不仅仅是中国这样，发达国家包括美国也是如此。美国就曾经因为数据不准确，误算过潜在经济增长速度，对经济政策造成了相当大的误导。

第二，所有这些计算方法似乎都没有解决顺周期问题。当然，中国学者也注意到了这个问题，但要把顺周期因素去掉并不是那么容易做的事情。例如，潜在经济增速的概念本应包含产能已得到充分利用这一前提。但是，在采取生产函数法估算潜在经济增速时，许多学者并未充分考虑这一问题，他们所估算出的潜在产出实际上只是需求约束条件下的产出。换言之，不少潜在经济增速的估算并未充分剔除有效需求不足的影响。美联储承认它对美国潜在经济增速的估算，无论从方法论还是从数据角度看都存在不少问题。总之，你算了半天，算出来的可能根本不是潜在经济增速。

很多中国经济学家都在计算中国的潜在经济增长速度，都说中国的潜在经济增长速度是6%，甚至更低。前一段时间，有学者说是8%，后来又有学者说是7%，现在说5%的也有。从8%到5%，到底是多少?提出这些大相径庭的观点的都是一些非常严肃、非常有造诣的学者。如果你是总理，你应该听谁的？

在2000年前期，我们一直说中国的潜在经济增长速度是8%，可实际增速一直是10%左右。说是说，干是干，我们的决策者还是比较高明的，实事求是，哪怕你计算出这个8%，哪怕他嘴上说8%，中国经济增速连续10年差不多都在10%以上。所以我认为，最好的方法不是学究气地确定中国的潜在经济增长速度。可以主观认定潜在经济增速是6%，以此为依据把我们的意向性增长目标定为6%，然后动用我们的政策工具实

现6%的目标，最后声称中国的潜在经济增速确实是6%。

中国现在的经济体量差不多是14万亿元，这是个非常巨大的数目。所以坐在办公室里面计算的人一定要小心谨慎，你自己算着玩儿自然没有问题，但如果你想把这个结果拿来给国家领导做参考，那你还是千万要小心，因为它可能会给国家造成非常大的损失。我以为，与其先计算潜在经济增长速度，再确定经济增长速度意向性指标，不如采用试错的办法确定意向性增长目标。从当下出发，争取尽可能高的经济增速，如果通货膨胀恶化再退回来也不迟。稍后我会讲我所说的试错法是什么意思。

我现在谈第二点，长期因素会通过许多中间环节影响近期的经济表现，但长期因素不能用来解释近期的经济表现。我们无法确知未来，因为从未来到现实之间有许多中间环节，每个中间环节都充满着不确定性。长期到底多长，是一天、两天，一年、两年，还是十年、二十年？我们都说不清楚。长期因素决定经济发展的长期趋势。但长期因素不能用来解释短期的问题，长期分析不能代替短期分析。为了制定正确的宏观经济政策，我们必须尽可能无遗漏地把握直接决定当前经济增速的具体因素，掌握这些因素的变化趋势。我现在做一个实验，下文是一个关于中国经济增长速度持续下降的解释。

“一是随着时间推移、制度变迁，结构调整对经济增长的贡献将会大大减少。比如在20世纪80年代初，我们引进了生产承包责任制，一下子把生产力解放出来了，农业产出大幅度增加，这是制度变迁造成的。随着我们改革推进余力越来越小，它对经济增长速度的贡献也越来越小。二是中国正以极高的速度进入老龄化社会，劳动力的增长速度将显著下降。由于老龄化和其他原因，中国的储蓄率也将随之下降，而近40%的高储蓄率是过去20年间中国经济高速增长的主要推动力。三是污染问题。四是后发效应，逐渐消耗掉了。五是其他国家起来了跟中国竞争。六是有所谓的边际效应递减。经济规模大了，经济增长速度就很难维持过去那样的规模。”

这个解释摘自我1998年在《改革》杂志发表的一篇文章，你们有何感想呢？如果我1998年的解释正确，只能说明我对经济增速下降的这种解释没有太大意义，解释不了为什么当前经济增速持续下降。如果我对决策者说，我们应该认识到潜在经济增长速度下来了，所以我们的意向性目标应该下调。如果当时根据潜在增长速度下降的假设来制定意向性

经济增长目标，那就坏了大事。为什么？因为恰恰在此后，特别是2002年之后，中国进入高速增长时期，一直到2008年都保持10%以上的经济增长速度。如果以刚才说的长期因素和慢变量来解释当时的一些短期经济现象，并以此制定经济政策，我们可能就会犯非常严重的错误。刚才我做了一个对短期经济决策没有意义的解释，也许没有人觉得不对，觉得现在经济增速从10%、8%掉到6%是合理的。这个实验结果充分说明用长期因素、慢变量解释短期经济现象是十分有害的。因为，接受了这种解释你就不会去想办法提高经济增长速度了（至少在1998年的时候是这样）。

我再举一个具体例子。老龄化是当下经济增速下降的比较时髦的一种解释。老龄化早就开始了（但适龄劳动人口比例下降是在2012年），是个慢变量。图2-1的虚线是固定资产投资的增长速度，2000年后固定资产投资增速在不断上涨，上涨了很多年，一直到2008年底还保持着近30%的增长速度。为什么老龄化开始之后，投资增长速度还在继续上升？老龄化是一个慢变量，对在每一个特定短期的固定资产投资的影响应该是十分微小的，不可能解释以季度和年度衡量的投资增速的剧烈变动。

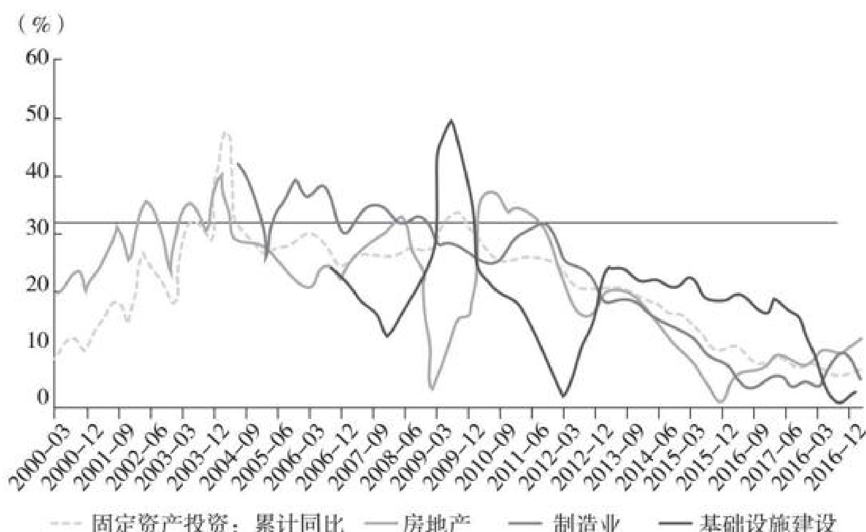


图2-1 全国各大类资产投资比例变化（2000—2016）

老龄化和某一个特定经济现象之间可能横亘着很长的因果链。除非你能非常具体地分析出来是老龄化和某一现象之间的因果链，否则我很

难接受你的解释。例如，从生产函数来看，产出应该跟资本（K）、劳动力（L）和技术进步（T）相关。除非你能证明：由于老龄化，L成为经济增长的瓶颈，而其他各个变量不能变，不能抵消老龄化。如果这样，我就承认老龄化解释了潜在经济增速的下降，否则我就不能接受你的解释。从老龄化到经济增长速度下降之间可能存在七八个中间环节，甚至更多的中间环节，比如劳动供给的结构、人力资本、技术进步的因素等。这些因素考虑进去没有？所以，仅仅用老龄化是解释不了我刚才说的投资增速下降或GDP增速下降这样一些短期现象的。

10年、20年之后中国经济可能确实能用老龄化来解释：劳动力供给成为经济增长的瓶颈。但是到目前为止，许多经济现象，特别是经济增长速度的下降，至少不能全部或者主要由老龄化这样一种概念来解释。

我要谈的第三点是，宏观经济调控和结构改革并不相互排斥，在大多数情况下不存在非此即彼的问题。现在有一种比较流行的观点，好像旨在使经济增长速度上升的政策，一定跟结构调整政策或者说所谓供给侧改革的政策相矛盾。我们要让经济增长速度降下来，从而从容不迫地、集中精力地来推进供给侧改革。这种说法并不完全错，但总体来讲我认为是不对的，因为这两者并不是一种互相排斥的关系，相反两者是相辅相成的。比如在20世纪90年代，我们对很多国企进行改革，导致大批工人下岗。如果没有一定的经济增长速度，这些工人下岗之后就找不到工作，很多补偿措施、劳保措施也无法推出。如果经济增长速度相对较快，这些问题就都可以解决。所以总体来说，这两者并不存在着非此即彼的矛盾，而是相辅相成的。当然我们也承认，在特定情况下这两者是相互矛盾的，比如为了保护环境有些工厂要关掉，这是个取舍的问题。关还是不关，这是个政治决定，而不是经济决定。搞不出一个目标函数，关于最后到底是关还是不关，经济学家是没有什么发言权的。我强调的是宏观调控和结构改革两者之间不是互相排斥的。

第四点是，很多人认为中国经济目前所存在的问题，是因为推出了四万亿的刺激政策，造成了一系列的后遗症。当初我对四万亿也提出过不少批评，我还在英国《金融时报》写过一篇评论。但是四万亿的大方向是正确的。如果没有四万亿，中国经济可能同其他国家一样长期在原地徘徊。大家千万不要忘记，2008年中国的GDP是4.5万亿美元，2018年是13.5万亿美元，从4.5万亿到13.5万亿，这是很了不起的成绩。原来我们的经济体量小于日本，现在已经快是它的3倍了，日本眼看着中国

远远把它甩在后面，已经放弃跟中国较劲了。

我觉得现在出现的很多问题不是四万亿造成的，而是由于四万亿退出过早造成的。大家知道西方国家有所谓退出问题，欧洲、日本有讨论，特别是在美国。我们可以回顾一下，中国在2010年第一季度的GDP增长率是12.2%。到2019年第三季度中国经济增长速度已经降到6%，许多经济学家认为实际经济速度还低于6%。从12.2%降到6%或者6%以下，这样一种持续恶化的趋势很难归罪于四万亿。2012年以来的影子银行等业务起来了，出现了一系列的金融乱象，企业杠杆也很高，这些问题我认为都跟四万亿突然退出有关。下面我要讨论的是，我们现在存在什么问题，以及具体原因是什么。具体原因要具体分析，不要笼而统之地归结于四万亿出了问题。

四万亿的最主要特征，就是我们加大了财政支出的力度。当时中央政府出了1.18万亿人民币资金去刺激经济增长，并且要求地方政府加以配合。地方政府出了2.82万亿人民币资金，加起来共四万亿用于基础设施投资。由于中央和地方的财政支出急剧增加，财政赤字就会增加。财政赤字占GDP的比重，是衡量一个国家的财政政策是否宽松的最主要指标。

四万亿是用来给基础设施投资提供资金的，由于有了这四万亿，2009年基础设施投资增长速度季度最高时，折成年增长率约为50%，平均每个季度也是非常高的，大概是30%、40%。到了2012年增速几乎为0，一下子下来了（见图2-2）。后来我们又采取了一些刺激措施，增速又上去了，但是一段时间后又下来了，到2018年下半年几乎又为0。2019年虽然又回去了一点，但非常低。

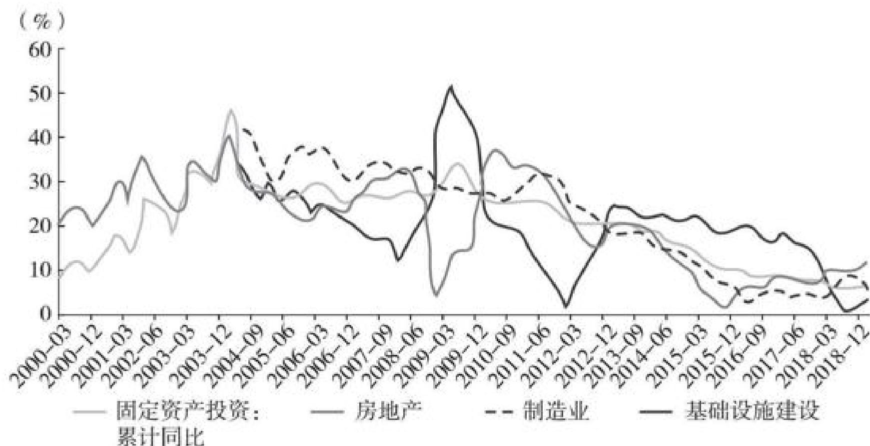


图2-2 投资增长速度变化（2000—2018）

货币政策在2009年非常具有扩张性，2009年中国信贷的增长规模是9.6万亿元，增长得非常迅速，在此之前只是四万亿元左右。把月度、季度转化成年率，在2008年底、2009年，信贷增速年率一度达到426%，以后开始下降（见图2-3）。到2010年下降到-43%。以后就稳定在比较低的水平。总之，信贷增速的变化过程就是急剧增长，急剧下降，退出很快。

从利息率水平来看，欧洲、日本都是零利息和负利息，一直到现在，10多年了。美国联邦基金利息率一直维持在0左右，一直到2016年开始缓慢升息，现在又开始下调了。中国的利息率正常化则非常迅速。在2009年3月是最低的，然后很快就回升了。2010年、2012年的时候已恢复到正常水平，甚至比危机之前还高。中国的利息率正常化不到两年就实现了，人家10年也没实现。

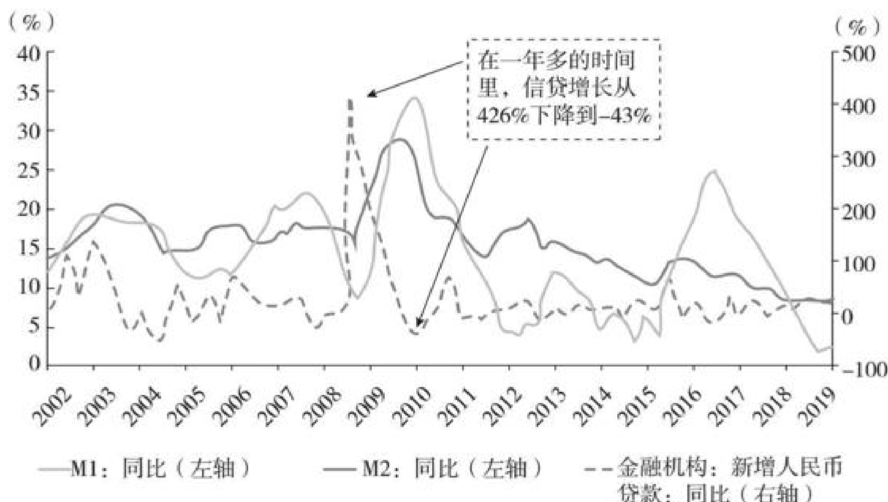


图2-3 金融机构信贷增长的变化

注：M1表示狭义货币供应量，M2表示广义货币供应量。

观察一个国家的货币政策扩张，可以看中央银行的资产负债表。根据圣路易斯联邦储蓄银行的数据，美联储在2008年资产是8000亿美元左右，金融危机之后很快涨到4万亿美元，直到2017年、2018年才开始有所下降。

总之，中国的四万亿计划退出太早，因为大家都担心这四万亿会对经济结构产生不利影响。但是我们退出过早，还没等内生力量修复就退出，以后经济增长就会有问题。就好像你病得非常严重，把你送到ICU（重症加强护理病房）急救，当你醒过来时病情刚有点缓解，就马上把你从ICU推出来，然后着凉受风，马上又得赶紧推回去。假如你在那儿多待两天再出来，身体可能就充分复原了。所以，退出来太早不行，退出来太晚也不行，要找到一个非常合适的点。当然，在现实中要找到这个点非常难。当时学界包括我本人担心的是退出太晚，过多依靠刺激措施和低利率，会出现很多问题，所以尽快退出吧。现在看来，这个有点教条主义。西方国家并不总是执行它们自己宣传的一套政策。比如说，西方国家主张政府财政赤字越小越好，政府对经济干预越少越好，它们原来反对的政策，在这次金融危机中，全都实施过了。咱们这些学生并没有学好，光学了人家的话，学了人家的理论，没有学人家的灵活性。

事实上，宏观经济的大起大落对经济增长和金融稳定造成了一种冲

击，而且是很严重的冲击。关于影子银行，我有些亲身体会。2009年商业银行非常急于增加贷款，因为总行有指示必须要发放多少贷款，所以它们找企业，求企业向它们贷款。但是企业说现在经济情况不好，它借钱能干什么？银行却让企业先把钱借走，以后还会给企业输送其他利益，企业要是不跟它配合，以后它就不给企业贷款。就这样“连哄带暗中威胁”让企业接受贷款。其实有许多企业并不需要贷款，拿到钱以后也不知道怎么花。我自己知道有一个例子，一家很好的企业拿了贷款以后不知道怎么用，于是投资房地产，最后这家企业破产了。这只是故事的一半。本来企业不想投资，银行劝企业投资，而且硬把贷款塞给企业，那企业就投吧。企业投资本来也没有什么错，但是投资需要接续。企业投了资，钱也花了，最后银行突然收缩信贷，不续贷了，企业马上陷入困境。

2009年新增贷款是9.6万亿元，2010年差不多是10万亿元，几乎没怎么增加。这时候企业没钱了，那怎么办？企业就得想办法。这时候影子银行业务兴起，一些企业存在资金链断裂的危险，因此利息再高企业也得先把钱借来。另外一些人手中有钱，看到这个机会就用高利把钱借给企业，商业银行也掺和在里面赚大钱。中国到现在为止盈利状况最好的就是银行，前几年有的银行的年利润率是30%多，现在降低了，但一个非金融企业能有5%、7%的利润率就是不得了的事情了。金融乱象和影子银行的活跃，与扩张政策退出太早、收回来太猛不无关系。宏观调控不能一会儿踩油门，一会儿踩刹车。这应该是一条重要的经验教训。

第五点，“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”，这句话是米尔顿·弗里德曼先生说的。这话对不对呢？根据中国的实践经验，至少在过去30年中是不对的，或者在过去40年中大部分时间都是不对的。以后能否被证明是正确的，我不知道，将来可能还有机会来检验。过去有学者说中国的房地产市场要崩溃，也许它真的有可能最后要崩溃，但说了20年它还没有崩溃。这20年中有多少人破产了，有多少人发财了，结果太不一样了。

这里给大家具体说明一下。图2-4中，最简单的货币公式是：通货膨胀率等于货币供应增长速度减去经济增长速度。请看图中的“m-n”，是货币增长速度减去经济增长速度，它应该等于代表通货膨胀率的竖杠。大家可以看到上方竖杠和下放竖杠是不相等的。两条竖杠之间有一个很大的缺口（虚线竖杠）。如果坚信弗里德曼的货币数量说，我们就会做

出错误判断。比如在2008年底，我就犯了这样的错误。中国在2008年2月物价增长速度是8.2%，非常高了。所以从中国的经验来讲，我们必须要抑制通货膨胀，要紧缩。但是实际次贷危机在2007年下半年就发生了，2008年9月雷曼兄弟破产，全球金融危机终于爆发。在相当一段时间内，中国的大部分经济学家，包括我在内，都觉得虽然我们要警惕美国金融危机对中国的冲击，但由于我们现在的通货膨胀率很高，所以应该想办法抑制住通货膨胀，不主张放松货币和财政政策，特别是不放松货币政策。

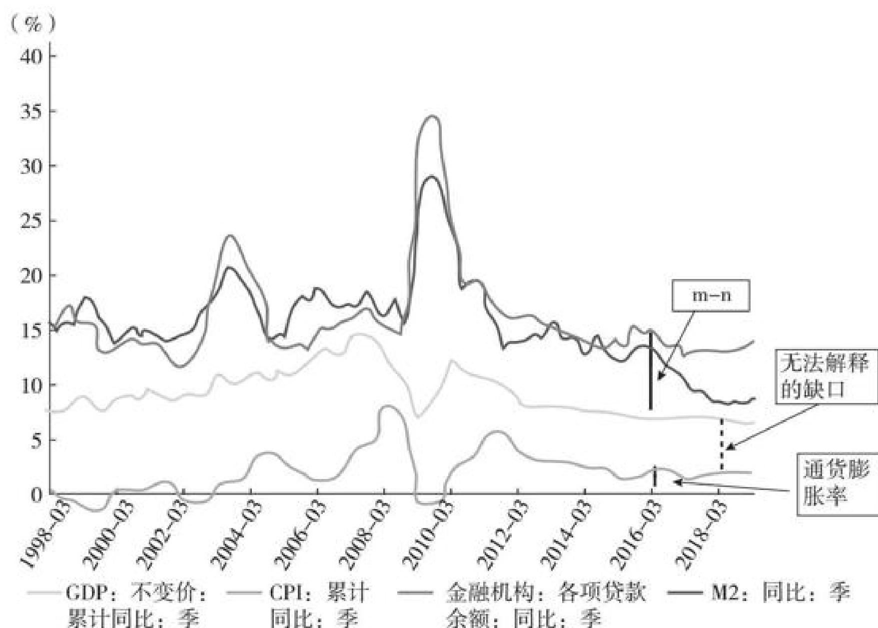


图2-4通货膨胀率的变化（1998—2018）

我刚才说2008年2月通货膨胀率很高，之后通货膨胀率也没有下降，但九十月份由于美国次贷危机导致全球的金融危机，比如波罗的海干散货指数急剧下降，中国的出口受到急剧影响。突然间，我国的GDP增长速度按季度年化马上就下降了，在2008年第四季度和2009年第一季度急剧下降。这个下降并不是跟中央银行紧缩货币有关，而是外部冲击造成的。这个外部冲击导致经济增长速度下降，通货膨胀率也马上下降。这里并不存在着一种货币供应增速下降导致通货膨胀率下降的因果关系。随着经济增长速度的下降，通货膨胀马上就消失了。原来我认为要经过紧缩货币，通货膨胀率才能降下来。但实际上不需要紧缩货币，通货膨胀就可以下来。

当经济增长速度下来的时候，中央银行应该采取什么政策呢？比如，经济增长速度已经跌到4%，我能接受的通货膨胀率是2%，是否央行应该使货币供应的增长速度保持在6%的水平上？按货币数量公式应该是这样，但这是不对的。因为经济增长速度太低，所以要加大货币供应增长速度，使经济增长速度回升，至于通货膨胀与否不在我考虑范围之内，那是次要问题。在2009年，货币供应增长速度远远高于经济增长速度，但与此同时没有通货膨胀。从图2-4可以看出，2009年“m-n”是非常高的，但通货膨胀率非常低。货币数量公式把问题简单化了，我们不应教条主义地去接受货币数量公式。

经验告诉我们，要关注、警惕货币增长速度过快导致通货膨胀这个问题，但在做实际决策的时候要小心，实事求是，不要死守着公式。不能因为名义经济增长速度目标是4%，货币供应增长速度就一定是6%。要具体问题具体分析。

我要讲的第六点是，宏观经济政策，特别是货币政策，不应受制于房地产调控政策。货币政策的最终目标有几个？美国有两个，一个是经济增长或者就业，另一个是通货膨胀率；欧洲国家有一个，通货膨胀率。中国有多少？我不知道。虽然有黄油和大炮两个选择，但不能两个都要，两个中有一个最佳选择，不能面面俱到。

现在讨论一下是不是要把资产价格作为中央银行的货币政策目标，这个在国际上是讨论非常激烈的问题，到现在也没有最终结论。大家如果感兴趣，可以根据中国经验对相关文献做点贡献，你觉得要还是不要，要有个立场。在金融危机之前，虽然我一直参加国际论坛和国际讨论，但我没有自己的立场，我觉得各种观点都有道理。经过这么多年，我开始有自己的立场了，我认为不应该把资产价格作为央行的货币政策目标。

严格说中国经济其实没有什么周期。什么叫周期？有正有负。中国的经济增长速度从来都是正的，所以它是一个起伏，很难说是周期。但房价是有周期的，有正增长、负增长。如图2-5所示，在西方国家这个周期非常长，在中国周期很短，波幅比较小，但在不断波动之中。像英国的周期是从低到高，差不多有20年那么长。我把准备金率由升到降、由降到升的转变理解为货币政策的由紧到松、由松到紧的方向性调整。以此作为标准，不难看出从2008年到2016年，货币政策已经做了三次方向性调整。

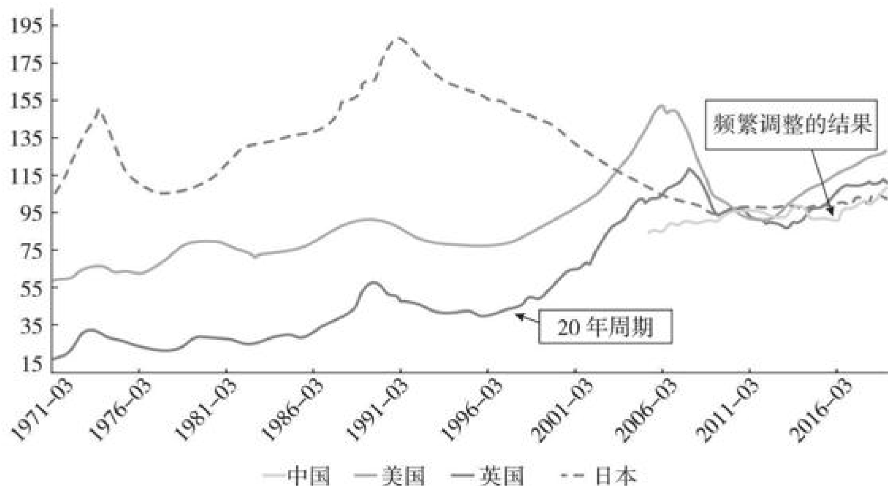


图2-5 中美英日四国周期波动

资料来源：国际清算银行。

中国经济增长速度的最高点是2010年第一季度的12.2%。此后一路下降。刚才我讲了，货币政策的一个目标是经济增长。经济增长速度持续下跌的时候，货币政策应该是松还是紧？当然是松。但是为了调节房价央行却多次收紧货币政策。可见，货币政策的增长目标和资产价格目标是存在矛盾的。再看通货膨胀目标。CPI一直处于低水平（不考虑最近的猪肉价格问题）；PPI从2012年3月持续了54个月的负增长，这是通货收缩，在2016年开始回升变正数，但最近几个月又持续负增长。在这样的情况下如果货币政策目标盯住物价，那还应该是继续放松，但我们却数度收紧货币政策。这两个例子说明，如果货币政策目标包括抑制资产价格上涨，就可能无法实现通货膨胀目标和经济增长目标。总之，在一定程度上，中央银行货币政策的通货膨胀和增长目标受到了资产价格目标的干扰。

资产价格过高，上升过快，是不是应该控制呢？当然应该控制，但我们有其他手段。比如说控制房价，最基本、最简单的办法就是把大家各拥有多少房子公布出来，这样就可以把相当一大部分的房子释放出来进入市场。大家总是讨论征收房产税有无法理基础，我不研究这个问题，没有发言权。但我觉得没那么复杂，从宏观上看该征就征，别考虑那么多。有人说不拥有土地怎么能够征税？我也可以说这块土地还是从地主那里没收过来的呢，这些怎么算？有些账是算不清楚的，也没有必要算。如果你能够证明征收房地产税会导致经济崩溃或其他后果，我可

能同意不征收房产税的观点。但如果你拿不出这些理由，而在法律问题上做文章，你就不能说服我。其实，我们还有很多其他手段，比如同廉政挂钩，跟党建挂钩，跟解决贫富不均问题的政策努力挂钩等等，都有助于抑制房价暴涨。货币政策在某种条件下也可以用，但不能滥用。

下面我把自己对中国经济情况、经济形势的看法和各位分享一下。

我认为中国目前最突出的问题是经济增长速度持续下降。宏观数据显示是6%，这是1991年以来的最低值，而且大大低于全球金融危机时的速度。那时候政府已经急得不得了，危机来了，但是现在大家好像都觉得没事儿，这种心理状态我觉得也是有问题的。我担心的是，我们看到的是经济的持续下跌，而且大家认为经济增长速度还会继续下跌，这样一种预期已经形成了。在这种预期下，投资者不投资，消费者不消费，预期就可能自我实现了。如果不采取行动，经济增长速度会陷入恶性循环。如果大家都认为经济增长速度就是在6%上下晃悠，不会再高、不会再低，那么经济增速高点低点或许也没关系。但现在是，大家普遍预期经济增速会进一步下跌，这就要求我们采取行动，扭转经济增长速度持续下跌的趋势。

理由有这么几条。

第一，GDP的持续下跌所形成的悲观预期导致投资消费减少，总需求减少导致GDP进一步下跌，形成恶性循环。

第二，GDP或GDP增速是几乎所有经济、金融指标的分母，分母的减少必然导致所有指标的恶化。杠杆率等于债务除以GDP，财政赤字率除以GDP，金融的实物都有GDP或者GDP增长速度。哪怕现在的财政状况不好，但如果能保持一个比较高的经济增长速度，那么比较糟糕的财政状况最终可能会好转。反之，比较好的财政状况最终也可能会恶化。我所要强调的是这个分母非常重要，如果在去分子的时候分母也去掉了，分母为零，无限大，就什么都完了。如果GDP增速或者GDP下降，很可能导致所有经济指标、安全性指标、脆弱性指标的恶化。

第三，有人说宏观经济增长目标是6%已经可以了，因为就业问题已经解决。但实际上就业情况并不是那么乐观，问题还是相当严重。

第四，经济增长速度太低，就这么点蛋糕，大家都争这个蛋糕，其他改革就难以推行。

第五，中美贸易摩擦不会因为我们暂时达成的协议而消失，影响会继续存在，也会在某些时间恶化，需要中国有相应的内需去对冲。

解决现在的经济增长问题，要从什么地方着手呢？简单的宏观经济理论告诉我们应该从分析GDP各构成部分对GDP增长的贡献入手。这个大家应该烂熟于心。用支出法来算，GDP＝投资＋消费＋政府开支＋（出口-进口）。收入法也可以分成几大部分，但如何从收入法入手分析，大家的做法不尽相同，没有什么公认的成熟方法可循。

根据支出法，可以分析造成GDP增长速度下降的最直接原因是什么（不说背后的长期原因）。从图2-6看得很清楚，投资对GDP增长的贡献越来越小，这是GDP增速持续下降的关键原因。而投资贡献减少又是因为投资增速的急剧下降。

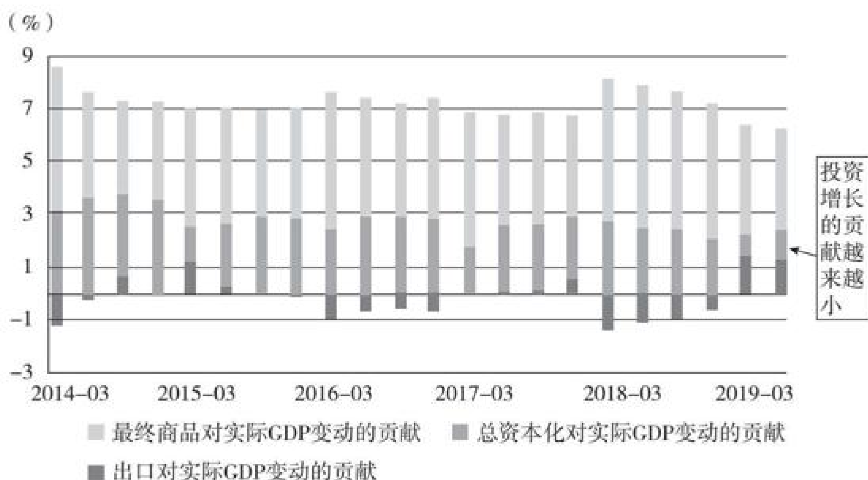


图2-6 最终商品、总资本化和出口对GDP增长的贡献（2014—2019）资料来源：哈佛大学，瑞士银行。

投资增长速度下降又是什么原因造成的？投资可以分成三大部分——房地产、制造业、基础设施，不同时期起的主要作用也不一样。基础设施投资近年来下降比较厉害，最近稍微好一点。制造业投资也是持续下降。2018年和2019年中国的投资增速还是在靠房地产投资支撑。我们希望房地产投资所占比重小一点，因为房地产投资在GDP中占比太高，从资源配置角度来说不太合理。所以我们希望它的增速慢一点，其他增速快一点，但是现在我们恰恰是靠它维持了一定的经济增长速度。原来我非常主张抑制房地产投资增速，但现在我不主张了，因为在短期内还要靠着它。再打压它，中国经济增长速度就更下去了，所以有时候

为了更大的原则，得牺牲一点自己的原则。

这时候又要具体分析各个投资构成部分增速下降背后的原因。分析应该是一环扣一环。

中国现在的状况是，基础设施投资增速和制造业投资增速很低，房地产投资还行。怎么办？要试错。怎么去试错？我只看两点，一是通货膨胀，二是财政状况。中国的通货膨胀率处于低水平，现在猪肉价格暴涨导致CPI同比上涨3.8%。但这不是核心通货膨胀率。相信猪肉价格上涨是一次性的，考虑到基数，明年的某个时候，猪肉价格的增长率会降下来。另外，我们已经多次强调，PPI已经数月负增长了。

通货膨胀水平比较低，这说明经济还有进一步增长的潜力。这种潜力是否能变成现实呢？还要看有没有钱。所以我只看两点，一个是通货膨胀，一个是财政状况。根据国际货币基金组织数据，从2008年到2017年，中国的财政赤字占GDP比的平均数是1.5%，和发达国家相比要低得多。还有一个指标是公共债务占GDP的比重，中国是40%多。国际货币基金组织和世界银行估计的要高一些，有50%。大家知道《欧洲联盟条约》有两个标准，财政赤字占GDP比不能超过3%，公共债务占GDP比不能超过60%。3%和60%这两个指标的确定没什么道理。可能是欧盟害怕南欧国家不遵守财政纪律乱花钱，所以就定了这两个标准，但它们不是金科玉律。即便如此，以这个3%和60%来对照，中国的财政状况依然相当不错。相当不错意味着什么？意味着我们有能力、有可能采取扩张性的财政政策和货币政策，使我们的经济增长速度比现在高一些，使我们的经济增长速度不再进一步下滑。

为什么大家不愿意采取更为扩张性的财政和货币政策？第一，中国的财政状况比看起来的差，实际上有很多隐性债务。第二，公司债务过高，这个大家承认，基本上没有太大争议。第三，M2太高。采取扩张性货币政策会导致通货膨胀，助长资产泡沫。第四，会减轻改革压力，使“僵尸企业”得以苟延残喘。第五，地方政府要么不作为，要么乱作为。采取扩张性财政政策，可能地方政府会鼓励乱作为。

总之，这些反对采取扩张性财政和货币政策的观点都是有道理的。但这些理由并不能否定采取扩张性的财政和货币政策的必要性和可能性。

先看看中国的财政状况。图2-7是中国的财政收支结构。它跟西方国家不太一样。在中国有四个项目——一般公共预算、政府性基金、社保资金、国有资本经营，其中特别重要的是一般公共预算和政府性基金。西方国家一般不存在政府性基金这么一个项目。

从图中可以看出，地方财政收支在整个财政收支中占有非常重要的地位，地方官员掌握着很多财权，这是中国的一个特点。另外，政府性基金也是财政预算里面非常重要的组成部分。大家平常只注意一般公共预算，不太注意还有这么一项，其实这项数额也很高。

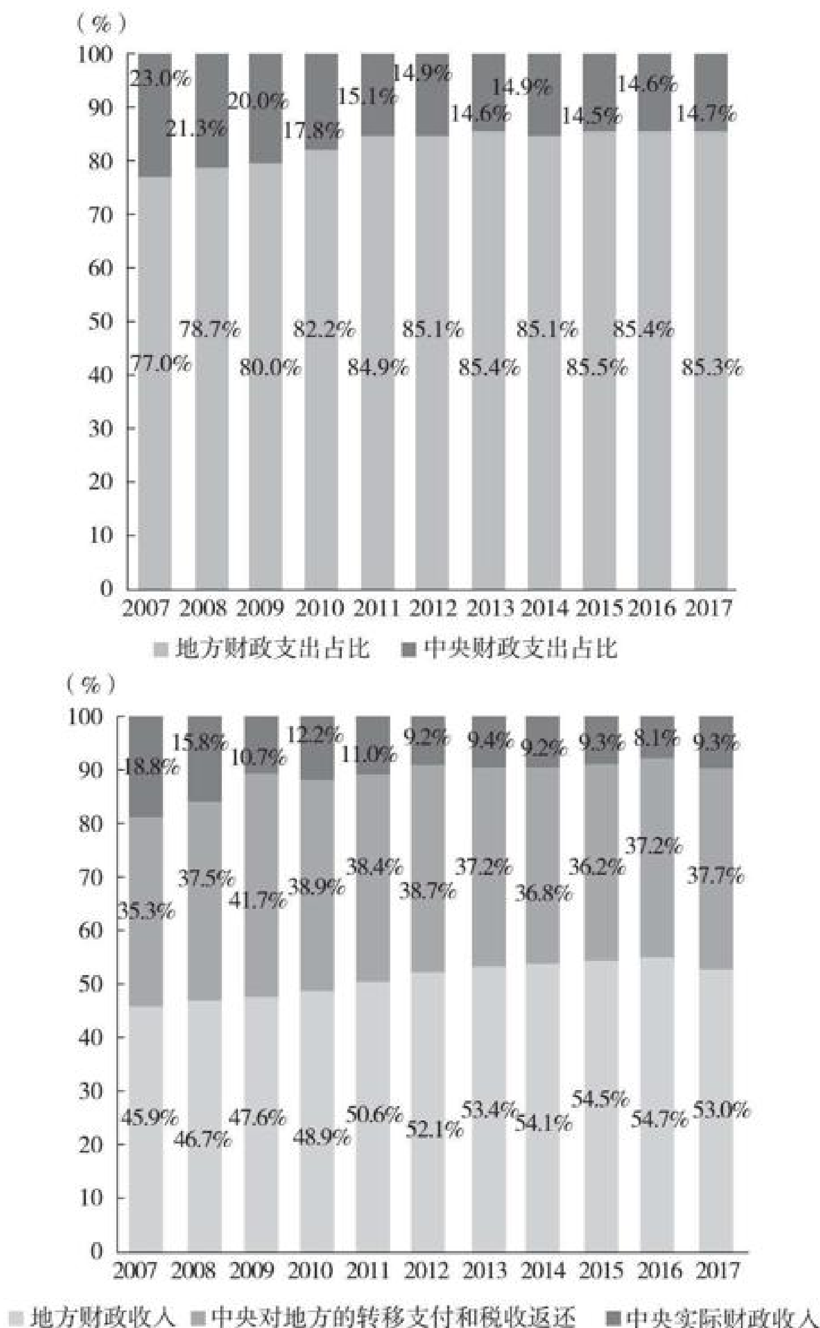


图2-7财政收入和支出占比

2019年，政府宣布中国财政赤字占GDP比不能突破3%，规定的是2.8%。当我们说中国的财政赤字占GDP比是2.8%的时候，财政赤字包括两方面：一是中央的财政赤字，二是地方政府赤字。关于中央和地方

之间的转移支付之类的问题我们不在这里讨论。我仅仅请大家注意地方政府债务跟地方政府债不是一个概念。地方政府债务＝地方政府债＋专项债。地方政府之所以有债务是因为地方政府有财政赤字，但我们在计算地方政府赤字的时候，并不认为专项债是用来弥补财政赤字的。地方政府发两种债：一种债是为了弥补收支缺口，入不敷出了，所以发债来解决这个问题；另一种是专项债，是地方政府为有一定收益的公益性项目发行的，约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券（如铁路债券）。由于假定融资项目能产生收益，能够还本付息，专项债不算是用来弥补赤字的。2.8%的政府赤字不包括地方政府专项债。国务院规定，明年地方政府专项债可以提前到今年发。所以理论上2019年的专项债发放可以达到3.44万亿元。如果把专项债也跟地方政府债看成同样是用于弥补财政赤字的，地方政府“赤字”将达到4.37万亿元，再加上中央的1.83万亿元（这是年初财政预算的数字），今年的财政赤字可能达到6.2万亿元。假设今年中国经济增长速度是6%，财政赤字占GDP比就可能超过6%，而不是2.8%了。但即便如此，把最坏的情况考虑进去，我们的财政状况跟其他国家相比还是比较好的。我认为政府增加财政支出、增加财政赤字是非常有必要的。

此外，我们是社会主义国家，政府掌握大量资源。根据社科院的计算，政府拥有的净资产是17万亿美元。为什么这个很重要呢？对我们来说，哪怕财政出现严重问题，我们还有17万亿美元，可以卖掉它来还债。当然，这是最后的手段，我们的问题还远远没有达到这种程度。即便我们的财政状况要比官方公布的差，但政府手里有大量的资产，也可以缓冲财政危机。

还有一点，经济增长是改善财政状况的关键。1998年到2002年，当时大家认为中国财政问题不得了，不良债权率已经达到了20%多，还有人说是40%多，外国人说中国的银行体系已经技术破产了。但实际上，1998年到2002年我们采取扩张性财政货币政策后，经济增长速度上去了，债务负担下降了。我认为不光中国是这样，美国和其他国家也是这样，经济增长上升，债务问题就相对好解决了。

我们既不能低估也不能高估财政的困难程度。20世纪90年代末，世界银行认为，中国政府的预算外债务（或然债务）是非常大的。中国政府必须面对的或然债务主要有以下几种：银行坏账和银行的注资需求（占GDP的18%～27%），政府应补足的养老金（占GDP的

46%~69%），政府担保的外债（占GDP的8.1%），粮食收购和分配的累积挂账（占GDP的1.5%），与基础设施项目相关的或然债务（占GDP的比例不高）。因而，中国政府的或然债务余额占GDP的比例高达74%~106%。

但世界银行的这种估计并未妨碍中国政府执行扩张性的财政政策。由于执行了扩张性财政政策，保持经济的高增长，或然债务并没有对中国的经济增长造成什么大影响。

关于公司债的问题确实应该重视，但中国是一个高储蓄的国家，高储蓄国家必然是高负债国家。钱存了必然要借出去，要借出去就要有人想负债，所以负债和储蓄是一个硬币的两面，关键是不要有大量的外债就行。另外，从微观杠杆率的角度看，中国的企业，特别是国企，原来的资本金不高，在计划经济体制下也不要什么资本金，杠杆率高也是有历史原因的。总之，中国的情况非常独特，不能简单地把西方的观点往中国身上套。

更重要的是，解决企业高负债的最重要的方法还是经济增长、发展，而不是简单拒绝续贷，强制性去杠杆。企业困难了不借给它钱，企业就破产了。从全国来看，杠杆率可能不降反升。对此，我们应该有一个清楚概念。图2-8显示了2006—2019年我国非金融企业部门杠杆率。

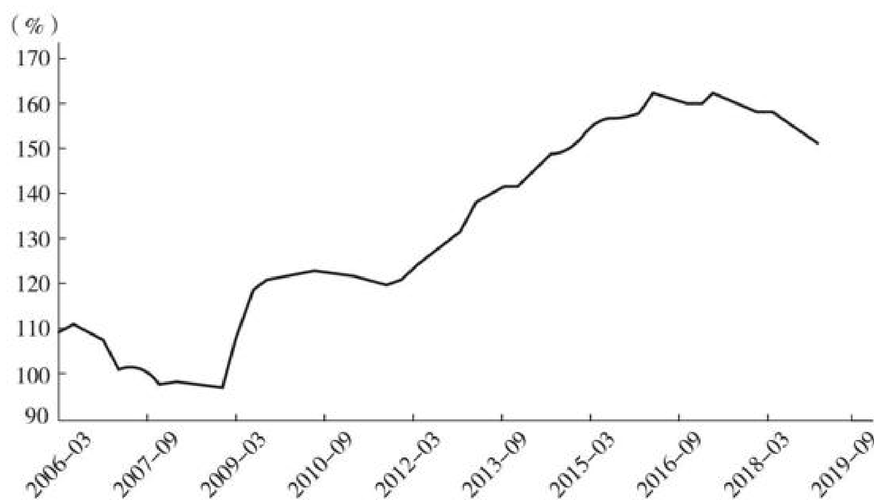


图2-8 中国非金融企业部门杠杆率

我刚才讲了M2占GDP的比重非常高。M2里有很大一部分是居民储

蓄存款。

从图2-9可以看到，中国的居民储蓄存款所占的比重比其他金融资产要高得多，这跟中国的文化和中国的资本市场不发达等相关。虚线代表存款，其他曲线代表的是存款之外的金融资产。可以看出中国居民储蓄存款额远远高于其他形式的资产。刚才我讲高储蓄国家，储蓄有各种各样的形势，可以是居民储蓄存款，也可以是持有债券，都可以。既然中国的储蓄非常高，而居民持有金融资产的主要形式是储蓄存款，M2对GDP的比当然就高于其他国家，你不能拿这个说中国有什么大问题，这个说明不了什么问题。

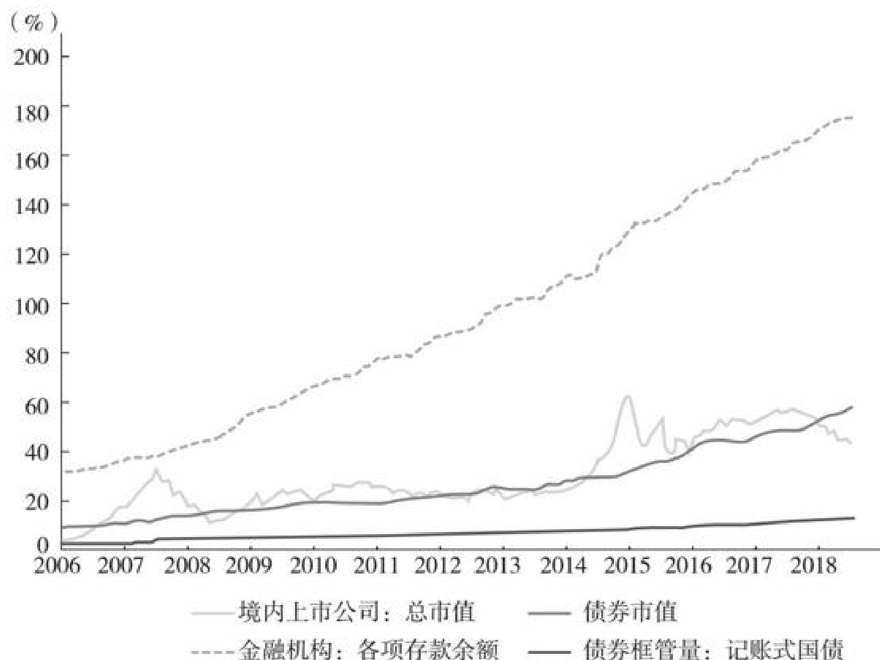


图2-9 中国M2占GDP的比重

图2-10是中国跟其他国家的比较，M2占GDP比重高的国家往往是通货膨胀率低的国家。比如说日本比中国高，日本使足了劲想让通货膨胀率达到2%，花了10年时间也没有达到2%。印度、南非等发展中国家M2占GDP比重较低，通货膨胀率比较高，特别是一些拉美国家，因为居民不愿意存款，有了钱就赶紧花。班农说过一句话："美国50%家庭的储蓄存款不超过500美元，你信不信？"我不知道，我没在美国生活过。在英国读书的时候，房东说，英国家庭存款不超过几千英镑，而中国家庭存款特别多。其实我们也没什么钱，只是有了点钱就赶紧存起来，这就是

传统文化的不同。M2对GDP比重高的问题我们要关注、要注意，但不要说它是什么大问题。

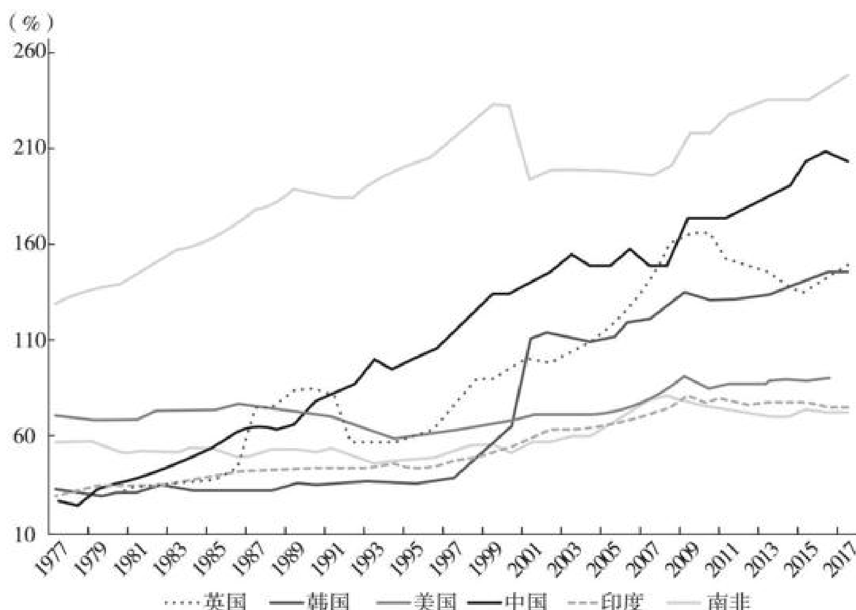


图2-10 各国M2占GDP比重的比较

大家都说“僵尸企业”问题严重，这确实是个问题。我最近在《日本经济新闻》上面看到一则报道，它把“僵尸企业”定义为连续三年利息支付超过利润的企业。根据它的统计，欧洲企业有27%是“僵尸企业”，美国有32.1%，日本有3.3%，韩国有18.4%，印度有26.3%。总而言之，“僵尸企业”是国际上的普遍现象，它是各种各样的原因造成的。由于经济处于低迷状态，流动性不足，企业肯定会陷入困境，有些确确实实就成了“僵尸企业”。我觉得这首先应该让市场解决，我们要努力创造一个良好的宏观环境。在这个环境中依然无法生存、无法发展，那只能破产了，但不要更多地进行人为干预。

总之，我认为那些关于中国无法采取扩张性财政和货币政策的理由，都不足以说明中国现在不能采取扩张性财政和货币政策。

什么时候不能呢？比如政府想要发债，没有6%、7%的实际利息率，人们就不买国债，那可能就有问题。希腊等国会发生主权债务危机，就是因为当时发不出国债了。后来欧洲中央银行实行数量宽松，许诺中央银行对国债兜底，这才把国债收益率压了下去。如果大家对国家

没有信心，不买国债，国债必须得有很高的回报率才能吸引人，但是回报率高了，利滚利，财政肯定无法支撑。但在中国并不存在国债发不出去的问题。如果老百姓不买，银行可以买。中国远远没有达到国债卖不出去这一步。实际上金融机构非常想购买国债。国债是非常好的资产，风险低还有回报，何乐而不为。此外，我们没有面临通货膨胀严重的状况。既然如此，我们为什么不可以采取比较具有扩张性的财政和货币政策？这可以使我们的经济增长回升，至少也别跌下去，我认为我们没有道理不做这样的事。

中国人民银行有很多非常优秀的经济学家，他们做了很多非常好的工作。但我觉得有一个很大的问题，就是给他们身上压的担子太重，他们顾及的目标太多，增长、通货膨胀、汇率、资产价格、金融资源配置、金融稳定、“精准滴灌”、结构性货币政策等等。我在欧洲，每到一个国家的中央银行就问有没有结构性货币政策，没有一个说有。央行就是一个管水闸的，开闸放水了，水就出去；关闸或者把闸调小，水就没了，至于水往哪儿流是市场问题，是商业银行的问题，央行管不了这件事。央行决定把钱注入某个机构，而这个机构知道另外一个地方的利息率更高，可能转手就把钱弄到利息率高的地方去，套利行为会非常严重。这个问题我觉得不能靠“精准滴灌”的方法解决，应该给央行减负。当前央行的主要任务是配合财政政策。在经济疲软期间，货币政策往往是无效的，要靠财政政策推动经济增长，货币政策给扩张性财政政策提供有力支撑，这是我们应该做的事情。

总结一下。我们面临着经济持续下行的压力。历史经验告诉我们，经济增长速度持续下降到一定程度，所有结构性指标、金融指标都会恶化。如果我们没有政策空间，也就没有什么其他选择。问题是我们还有政策空间，刚才我花了很多时间来讲为什么我们还有政策空间。既然如此，我们就不能放弃，我们不能弃守6%，目标甚至还应该更高一点，这应该是我们现在和未来一两年的重要任务，一定要守着这一关。当然，我还要强调：使用扩张性的财政和货币政策并不排斥结构改革，应该把这两者很好地结合起来。

---

[1] 作者于2019年11月6日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

改革开放40年与外汇体制[1]

李剑阁

论坛成员、孙冶方经济科学基金会理事长

最近由于国际局势的变化，大家对外汇、改革开放的前景都非常关心，所以本文的题目是“改革开放40年与外汇体制”。

2019年是中国国家外汇管理局成立40周年。国家外汇管理局的领导认为以学术活动来搞庆典比较好，为此计划安排一个学术讲座，并希望我来主讲。当时，我觉得研究外汇体制的专家很多，我没有在外汇管理局和中国人民银行任职，比我更合适讲这个话题的人有很多。但他们坚持让我去讲，说是要在整个改革开放的大背景下讲外汇体制，我还是一个比较合适的人选。本文的内容我在国家外汇管理局的全体干部面前讲过一次，后来反应还不错。所以，我还是比较有把握就本文的内容来给大家讲一讲。

我的思路是在改革开放40年大背景下，讲一下国家外汇体制是怎么演变过来的。

首先，改革开放是怎么来的？2018年，是中国改革开放40周年。通常我们把中国改革开放的起点，放在1978年党的十一届三中全会。这是一个怎样的起点呢？从1957年开始，“左倾”路线开始滋生，影响后面的国民经济发展。在长达20多年的时间里，中国的生产力没有得到很好的提高，特别是经过“文化大革命”10年浩劫，我国的国民经济濒临崩溃。在这种情况下，全体中国人开始痛定思痛。

虽然“文化大革命”给了大家很深刻的教训，但当时社会上对大家的思想束缚还是非常多的。为打破思想束缚，在全国开启了思想启蒙活动，也就是关于真理标准的大讨论，提出“实践是检验真理的唯一标准”。这个大讨论得到了党内坚持改革的主要领导同志的支持，在全国起到了很好的思想启蒙作用。

接下来就是以农村改革破冰。计划经济比较薄弱的环节在农村，而且农村当时面临的最大问题是普遍的贫穷和饥饿。农民在人民公社体制

下吃大锅饭，没有积极性，生产力低下，再加上经常发生旱涝，粮食产量很低。在饥饿的情况下，中国农民被迫开始进行改革探索。先是以安徽小岗村为代表的包产到户，也就是“家庭联产承包责任制”。中国的改革从农村开始破冰。

在全国思想启蒙和农村开始改革破冰的基础上，1978年党召开了十一届三中全会。十一届三中全会非常重要的一点，就是提出了停止“以阶级斗争为纲”，要把党的中心工作转移到经济建设上来。有些人可能会问，一个国家不搞建设搞什么？搞经济建设是天经地义的事情啊。但在这之前，我们所受到的教育就是一天到晚要搞阶级斗争，阶级斗争要年年讲、月月讲、天天讲。现在听这些话可能觉得很荒唐，整天搞阶级斗争吃什么呢？但当时就是这样的“左倾”错误思想占主导地位。十一届三中全会破除了这些东西以后，改革开放就开始起步了。今天我们把十一届三中全会作为改革开放的起点，原因就在这里。

经过几年的农村改革，人们的思想有了很大解放。这时候中央决定要开一个关于改革的会，写出一个关于改革的文件。所以在1984年十二届三中全会上，中共中央出台了一个改革纲领性文件，这个纲领性文件就是《中共中央关于经济体制改革的决定》。

这个决定起草的过程也很不容易。由于起初起草文件的班子成员思想打不开，写的文件中央不满意。10月中央就要开会了，到了8月文件还没写出来。时任总书记的胡耀邦同志下定决心把这帮人换掉，从各个单位另外选调了一批干部重新写，才最终写出了这个文件。这个文件有什么突破呢？它第一次提出了中国要搞“有计划的商品经济”。现在这个提法大家一点也不陌生。但在计划经济体制下，是不敢提要搞商品经济，更不敢提市场经济的。当时开始探索的，叫商品经济，前面还加了个有计划的商品经济。这个文件在概念上有了突破，内容上也有很多突破。它第一次系统描述了中国将来要搞成一个什么样的体制，要进行什么样的改革。这个文件出来以后，邓小平对它有很高的评价。他说这个文件写得好，说了一些我们老祖宗没有说过的话，它是一个马克思主义政治经济学的新版教科书。这是中国1978年改革开放以来的第一个纲领性文件。

在这个文件的指导下，1984年改革开放开始从农村全面转向城市，全国有14个沿海开放城市成为对外开放的窗口。过去的教科书说鸦片战争打开了中国大门，开放通商是一个国家的耻辱。1984年我们主动开放

了14个沿海城市，这确实是让人很震动的一件事。中央也发出了关于国有企业改革的文件。在1984年的时候，城市里的任何一个工厂、企业，甚至理发店、馄饨铺、修鞋店，都是国有、地方国营或者是集体所有制，任何个人是不允许做任何生意的。当时安徽有一个人很会炒瓜子，他炒的瓜子叫“傻子瓜子”，卖得很火。他雇用的工人超过了7个，按照传统教科书理论讲这就是剥削，当地政府觉得他是走资本主义道路，要把他抓起来。后来邓小平在南方谈话里专门说，傻子瓜子这个事不能动，不动更有利。意思是说他是民营经济的典范，尽管他有缺点也不能抓，所以就保护了他。

在放开民营经济之前，在城市里吃饭难、买菜难、洗澡难、理发难，什么都难。因为政策不允许老百姓自己搞，国家能力又有限，你到饭店里想吃一碗面条都要排长队，因为别无分店，无从选择。今天你还能在街上看到国有的理发店吗？还能看到国有的修鞋店吗？不能了，因为中国的商业服务行业基本上全面放开了，旧的商业体制都改掉了。当时在上海还出现了国有企业发行股票的初步尝试。国家财政也从大一统的财政体制转向分级包干、分灶吃饭的体制。

回到本题来说，中国的汇率改革也开始了。当时国家的官方汇率是1美元换1.5人民币。请注意，当时人民币看上去很坚挺，是人为高估。不经过特别批准，个人和企业完全换不到外汇，因为根本就没有外汇市场。那时候我们出国，要凭出国文件到银行换30美元零花钱。去美国留学也只能带这30美元，因为这是你唯一能够合法获得的美元。1美元兑换1.5人民币，人民币被严重高估，高估的结果就是中国产品在国际市场上几乎没有任何竞争力。好不容易生产一个东西到美国去卖，只卖1美元，回来只能换1.5人民币，所以中国产品就没有竞争力。当时政府财政也很薄弱，拿不出钱补贴出口。因此，有一些经济学家给国务院写报告，建议把外汇变成双轨制，让外贸企业用1美元可以换到更多的人民币，等于用银行的钱多给一点补贴。原来1美元只能换1.5人民币，后来银行结汇是2.8人民币，等于你出口1美元，会给你补贴1.3人民币，但这1.3元不是财政的钱，而是银行的钱。

改革开放初期我们都很年轻，思想非常活跃，所以年轻的经济学家有这样的机会给领导写报告。年轻人在中国改革的舞台上扮演了比较重要的角色，当然这是历史给我们的机遇。

当时中国银行发行了外汇券。外国人来中国，要把美元换成特种人

民币再消费，也就是外汇兑换券。现在见不到外汇券了，因为1994年以后这种东西就取消了，你也许到博物馆里还可以见到。外国人到机场或者银行用1美元可以换1.5元的人民币外汇券，再凭这个外汇券去涉外酒店住宿、吃饭，不需要粮票，而且可以到友谊商店买到紧俏商品。那时北京市的出租汽车很少，只在大宾馆门口能见到。如果你招手，司机把车窗一打开就问：你有外汇券吗？如果你没有，他油门一踩就跑了，因为他最想挣的就是外汇券。外汇券比人民币更牛，可以买到紧俏商品。当时在全国各大宾馆门口都有“黄牛”成天蹲在那儿，专门兑换外汇券。

1美元兑换2.8人民币和1.5人民币的汇率是一个双重汇率。最近我看到的一个文献，有人回忆说，当时中国国际贸易促进委员会的一位副会长到香港说，国内外汇兑换，中国人是2.8元，外国人是1.5元，结果引起国际舆论大哗。中国政府说这样不符合国际规则，所以出现了第一次汇率并轨，把人民币汇率并到2.8元，外国人来也可以换2.8元了。外汇券还没有取消，但汇率也是同样的了。汇率并轨以后，对出口企业还是调动不了积极性，因为当时中国的各种出口，包括农产品、资源类产品国际竞争力不够。由于当时国内外汇非常短缺，就采取了一个办法，比如出口企业每出口100美元，其中70美元必须以2.8人民币的汇率卖给国家，剩下的30美元可以到国家指定的外汇调剂市场去调剂。为什么要调剂呢？因为有些企业只是出口，不需要进口，但经济上需要补贴，它到调剂市场卖美元，1美元换2.8人民币的汇率就可能变成换5人民币，等于市场上需要美元的进口商给它补贴了2.2人民币。

这时候，政府对不同的企业规定了不同留存比例，有的企业留20%，有的企业留30%，有的企业竞争力太差甚至留50%。这样就使每个企业换来的美元兑换人民币变成了多重汇率，留得多就补贴得多，留得少就补贴得少。有的人需要外汇，有的人不需要外汇。有的人手上有外汇，有的人手上没外汇，这就需要调剂。所以国家成立了一个外汇调剂中心，基本上是企业和企业之间买卖，但不是全国联网。这个外汇交易中心不是全部统一的，所以交易价格各地都不一样。

1993年，人民币官方价格贬到了5.8元，但是市场调剂汇率一度跌到十几元。我记得那时候在国务院第四会议室，人民银行向国务院报告说上海外汇调剂市场1美元已经卖到12人民币，国家手上只有不到200亿美元的外汇，市场非常恐慌。现在国家外汇储备是3万亿美元，最多的时候达到4万亿美元，当时的200亿美元外汇储备对一个大国来说实在是

太少了。但是当时的国务院领导说没关系，我们就抛美元，看看人家能接多少，最后是通过抛售美元暂时平抑了外汇市场的。

经过改革开放初期一段时间理论和实践的积累，1987年10月我国召开了党的十三大。十三大的重要贡献，一是提出了“社会主义初级阶段”的概念。当时中国要搞改革，要搞市场经济，但是那些思想很“左”的人就把教科书和一些经典著作拿出来，说社会主义国家不能搞这个。党的十三大提出一个概念，说我们要搞社会主义，但我们还处在社会主义初级阶段。马克思、恩格斯他们并没有预计到社会主义的阶段问题。我们在实践中发现社会主义存在初级阶段，在这个初级阶段是可以搞商品经济、可以搞改革的。二是确立了我们党的基本路线，叫“一个中心两个基本点”。三是提出了“国家调节市场，市场引导企业”的经济发展模式。国家不直接干预企业，让企业作为市场主体，自主在市场上进行竞争和经营。

没有经历过那个时代的人对这种理论在当时的贡献可能没有什么感觉。我在这里讲一个小小的例子。有一位很有名气的经济学家，他也不能理解我刚才讲的这些内容。因为他大学一毕业就到国外读书，在欧洲央行、国际货币基金组织等都干过，后来又到外国投行。人非常优秀，思想也没有问题，但是他不知道这个来龙去脉。党的十九大召开以后，他在英国《金融时报》发表了一篇文章，放在中文网的头版头条。因为他是我的老部下，所以我也很关注他。我看到以后觉得这篇文章有点小毛病——他说我们党从十八大以来经过五年的努力，已经成功地从社会主义初级阶段进入社会主义中级阶段。后来我马上给他打电话说，这个初级阶段不是一个经济概念，而是一个政治概念，它也不是量的概念，而是一个质的概念。习近平总书记在十九大报告里讲，我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情没有变，我国是世界上最大的发展中国家的国际地位没有变。我们还处在初级阶段，没有说到中级阶段。所以，还是要按照十九大报告的精神，认清楚我国仍然处于社会主义初级阶段。

党的十三大以后也出现过一些波折。有的人开始说，一种是社会主义改革，一种是资本主义改革，搞市场经济改革是姓资不姓社，这是要搞“和平演变”。这时候各种争论也很多。当时邓小平已经从一线退下来了。1991年他在上海过春节的时候跟上海的领导讲，社会主义有市场，资本主义有计划，市场和计划都是工具。改革不要搞姓资姓社，只有发

展生产力才是硬道理。邓小平同志讲了这通话以后，上海市《解放日报》用笔名“皇甫平”连发三篇文章支持改革。因为那段时间整个社会思潮非常“左”，搞改革的人非常受压抑。《解放日报》突然连发三篇文章，令我们这些搞经济的人耳目一新，非常振奋。1992年邓小平南方谈话公开发表出来，改革又重新恢复了轰轰烈烈的势头。

1992年秋天，党的十四大召开。十四大报告中提出，我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。这是“市场经济”第一次出现在党的文件当中。1992年之前谁也不敢提市场经济，谁说市场经济就是走资本主义道路。1992年江泽民总书记在十四大报告中提出，我们要建设社会主义市场经济。1993年秋天，党召开十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。这是中国改革的第二个纲领性文件。那次开会有一个很有意思的做法，就是“山上写文件，山下推改革”。我本人有幸是这个文件的起草小组成员之一，又是跟随领导推动改革的工作团队成员之一。因此跟着中央领导跑了十几个省，一个一个省地去谈要推行改革。

中央当时在写这个文件的时候，准备在1994年全面推出重要改革。当年七八月份在北戴河，领导最初准备进行两项重要改革，一个是财政体制改革，一个是税收体制改革。当时国家面临的问题是“两个比例”都在下降，财政在GDP中的比例下降，中央财政在全国财政中的比例也在下降。中央政府的财力非常弱，必须要改革。中央和地方“分灶吃饭”的体制要定下来多少年不变。有的省改革开放以前是农业省，后来经济发达了，税交得很少。有的地方是老工业基地和经济基础比较好，纳税负担就比较重。所以必须要搞财政分税制改革，调整中央和地方的财政关系。

同时，要推进财政分税制改革，必须要推进税制改革。这就是改革当时中国最主要的税种——产品税，而这个产品税是计划经济的产物。

产品税的特点是，不同的产品有不同的税率，要按照营业额、销售额来征税。税基是销售额。因为当时国家按计划分配物资和确定价格，价格定高了企业利润就高，政府就多收税；价格定得低，比如火柴2分钱一盒，企业要生产多少盒火柴才够发工资，要卖多少盒火柴才能交税呢？这样的企业肯定是亏损的，亏损就要靠政府补贴，就没有税收。赚钱的企业税率就高。这不是市场经济，而是计划经济，所以必须要改成与市场经济相适应的税收制度。于是，我们就按照欧盟多数国家的做法

搞了增值税。原来是想搞这两项改革，在北戴河的时候我们觉得同时还要进行外汇体制改革，这项改革并不是在当年预先设计好的，而到了北戴河之后发现这项改革应该同时启动。所以，1993年进行了三项改革，财政改革、税收改革、外汇体制改革。本文主要讲外汇体制改革。

1993年底中央有关部门设计方案，政府出台了一系列文件，对外汇体制进行了一系列改革，明确提出建立以市场汇率为基础的、单一的、有管理的人民币的浮动汇率制度。到现在这个提法也没有变。因为价格统一了，也没有调剂市场了，要求企业出口创汇得到的美元必须卖给国家指定银行，卖的价格是统一的。如果企业需要美元做进口，只要企业有真实的贸易背景，银行会无条件给企业买外汇，这叫“贸易项下可兑换”，不再需要到调剂市场去买，企业不再在意是否留存。从1994年1月1日开始外汇券也停止了流通。前面我也提到，因为当时有市场汇率，还有官方汇率，专家经过加权计算还是留了一些空间，从1美元兑换5.8人民币，一次性贬到1美元兑换8.7人民币。

做出这个改变也不容易。到了年底有几个比较重要的部门领导提出，这样不行，外企不接受。本来方案都做好了，突然又有人提出强烈反对，要求外资企业暂时可以保留现汇账户，不卖给国家指定银行。但是后来人民币兑换非常方便了，外资企业有时也很需要人民币头寸，所以又主动要求加入结汇体系。

由于1994年1月1日外汇开始并轨，到1996年的12月1日，国际货币基金组织承认中国已经实现了人民币经常项目的可兑换。什么叫经常项目？就是贸易项和非贸易的服务。中国学生到国外留学也是经常项目。经常项目放开了，只要中国学生去国外留学，美元是保证供应的。这也是1994年改革的成果。和经常项目并列的叫资本项目，资本项目到今天还没有完全放开。

对当时的外汇改制并轨，中央还是心里没底。万一企业出口以后不卖给国家，国家的外汇储备就没了。所以中央开始要求所有企业出口必须建立台账，每天都要记，一有外汇必须卖给国家。1994年上半年，国务院领导和有关部门都抓得非常紧，派了大量干部到全国进行外汇检查。到了下半年发现不是这么回事。由于汇率一次性贬到8.7人民币，结汇是有好处的。人家觉得用美元换成人民币更合适，有些国有外贸企业主动把留存在国外的外汇调过来卖给国家。所以我们的外汇储备一年当中翻了一番，由原来的200多亿美元，变成了500多亿美元，增长了

150%，这证明外汇改革是非常成功的。

外汇改革为什么重要？党的十四大报告提出，市场要在资源配置中起基础性作用。但是市场是怎么配置资源的呢？当然是通过价格。价格高了大家去生产，价格低了大家不生产，由价格供求配置资源。而只有汇率由市场调节，中国的资源才会在全球范围内得到有效的配置。只有汇率由市场决定，中国的估值体系才能跟全球有效挂钩。所以，外汇改革意义非常巨大。

刚才我讲过，1993年的汇率改革并不是预先设计好与财政、税收改革联动的。但是1993年研究推动，1994年出台的三项改革巧妙配合，正当其时。第一，配合了国内的价格改革；第二，由于我们的外汇经常项目自由兑换，也给我们国家的外贸体制创造了良好条件。

1994年以前，中国外贸是什么局面呢？中央有一系列直属商务部对外贸易司的外贸公司，在各个省、市、县都有垂直领导的分公司，从上到下是行政隶属，完全是计划管理，下级公司没有任何进出口权，必须由总公司决定。总公司能够拿到国家配额，国家叫你进口什么、进口多少，你就进口什么、进口多少。总公司再把这个计划分解到下面去，进口是它，出口也是它。在外汇管理上也是，企业要进口多少、需要多少钱，国家就给企业多少额度去换美元。

当时中央推出外贸体制改革，把外贸从上到下的行政管理体系全部切断。国家外贸公司变成央企，不再行使分配配额的行政职能，与主管部门脱钩，和地方外贸公司也没有隶属关系。省、市、县外贸公司一律自谋生路。与此同时，开放各类企业自己搞外贸。原来企业生产产品，要卖给外贸公司，由外贸公司去国际市场出售，企业根本不知道产品在国际上卖多少钱，也不知道国际市场上需要什么样的产品。外贸体制改革以后，企业可以直接掌握国际市场信息，知道什么样的产品在国际市场上受欢迎，产品研发和生产工艺得到了很大提高，因此国家制造业的竞争力马上就上去了。外贸体制全面放开，各行各业甚至个人都可以搞外贸，如今中国已经变成全世界最大的出口国，由此可见外汇改革非常重要。

刚才讲到三项改革是同时进行的，其中两项改革都积极地配合和支持了外汇体制改革。

第一，中央和地方分税制以后，中央和地方的财政责任非常清楚。出口退税谁来退，分税制很明确，由中央政府负责退税，这对出口有极大帮助。第二，主体税种由产品税改为增值税。增值税按照国际惯例设计，也使得中国外贸得到了很大发展。大家不要误认为出口退税就是美国人所说的出口补贴。全世界实行增值税体系的国家都是可以退税的，中国把产品税变成增值税，增值税可以退税是符合国际惯例的。所以财政、税收、外汇三项改革是紧密联系、互相配合的。

1997年7月1日是香港回归纪念日，第二天亚洲就从泰国开始爆发了金融危机，很快蔓延形成整个亚洲的金融危机。当时很多国家的领导人来对中国领导人提建议说，中国作为一个大国，人民币千万不能贬值。因为一旦人民币贬值，就会导致周边国家进入第二轮贬值，可能会形成恶性循环，整个世界经济就会乱套。如果中国能挺住，那么周边国家货币贬值一段时间后就能稳住，就会开始回升。中国政府表示，中国是负责任的大国，承诺人民币汇率不贬值。事实上，中国在亚洲金融危机中起到了中流砥柱的作用。

由于1992年我们提出了建立社会主义市场经济的目标，各项改革都得到了明显推进，特别是进行了外汇外贸改革，所以经过12年的谈判，最终在1999年和美国达成了协议，2001年中国加入了世贸组织。

中国从1987年开始谈判加入世贸组织，谈了6年没谈成。为什么谈不成呢？大家知道，1992年以前哪个中国官员出去敢说我们在搞市场经济？没有人敢说，因为我们不搞市场经济。世贸组织认为，既然中国不搞市场经济，加入世贸组织干什么？这好比中国想参加国际足联，人家问：你踢足球吗？中国说：我不踢足球，我打乒乓球。打乒乓球的为什么要参加足联呢？所以谈了6年毫无进展。1992年，中国终于宣布要搞社会主义市场经济，于是人家就同意和我们谈判。结果又谈了6年。问题出在讨论规则上。后来世贸组织给了我们15年的宽限期，说中国是一个发展中国家，可以先放开部分市场准入，以后逐步扩大。当然，还有一些大家都知道的争论。最后的结果是终于谈成了。

2003年，党的十六届三中全会召开，会议又形成了一个纲领性文件《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》。文件进一步肯定了外汇改革的方向，提出完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定。还提出要分步走，放宽跨境资本交易活动限制，逐步实现资本项目可兑换。刚才我讲到经常项目1996年

放开了，资本项目到今天还没有完全放开，我们已经离国际货币基金组织的规定不远了。这个作为我们的改革目标到现在还没有实现。可能还需要一个过程，尤其是最近遇到了一些困难。

和外汇改革相关的一些金融改革，我就不在这里专门讲了。1998年到2003年的这届政府，做了大量国有银行改革准备工作，例如剥离坏账、成立四个资产管理公司等。2003年新一届政府上来以后，全世界都在关注中国下一步的改革，以及国有银行能否改制上市。所以温家宝总理在答记者问时专门说，国有银行要背水一战，只能成功不能失败。

国有银行改革最大的难处是什么？其中很重要的就是钱。国有银行要改革上市，资本充足率必须达到8%，这是当时《巴塞尔协议》规定的资本充足率。《巴塞尔协议II》规定是11.5%。我们的工商银行、农业银行、中国银行、建设银行的资本充足率只有5%，还差3个百分点。这3个百分点是很大的数字，怎么办呢？财政没钱，但当时中国的外汇储备已经从200亿美元增加到4000多亿美元，增加了20倍。中央成立了中央汇金公司，财政部发行特别国债购买国家外汇储备做资本金。中央汇金公司向国有银行和其他金融机构注资，成为国有金融的控股公司。

有些经济学家在前几年提出了一些完全外行的主张，说国家有那么多外汇为什么不能拿出来搞医保、搞教育、搞扶贫。实际上人民银行的外汇储备是不能直接当作财政资金来用的。因为外汇储备在央行的资产负债表当中记作资产，跟所相应发行的人民币作为负债是平衡的。

不是财政的钱，不能拿出来用。那它怎么能变成中央汇金公司的资本金呢？财政部向人民银行发特别国债，财政部拿到人民币以后，再去买人民银行的外汇，拿外汇作为资本金注资到中央汇金公司。中央汇金公司作为国务院直接领导的金融控股公司再向中国银行、建设银行、交通银行、工商银行注资（见图2-11）。我这里只讲外汇，不讲银行改革。中央汇金公司作为股权投资推了金融改革和银行改制上市，具体怎么注资我就不展开了。

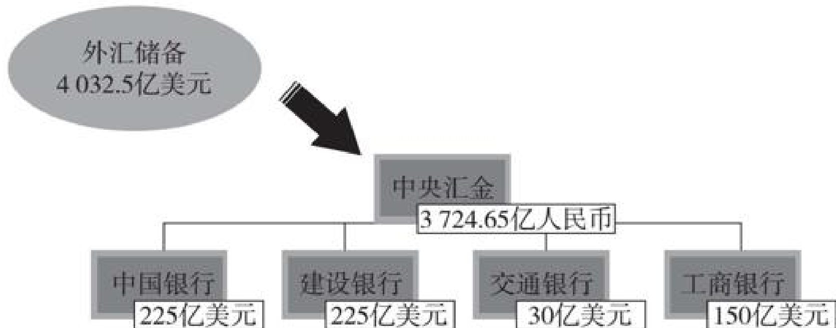


图2-11 用外汇储备向银行注资

1994年汇率定的是8.7元，经过一年多时间，因为我们贬得多，对人民币的需求多，人民币开始升值，涨到8.27元。1995年到2005年十年期间，人民币汇率一直维持在8.27元左右。结果外国人有意见了，美国、日本、欧盟都向我们提出外交上的交涉，说中国政府操控人民币汇率，汇率怎么可以十年都不变呢？

中国2001年进入世贸组织。政府换届以后外国的压力越来越大，几乎在所有的外交场合外国人都要提出这个问题。可是当时国内有一种观点说，汇率是我们中国的主权，坚决不能动。有一些金融专家或者金融部门的主管官员，还有很多开明的官员认识到，这其实是不符合市场规律的，汇率该升的时候就要升。到2005年，我们的出口顺差越来越大，外汇储备越来越多，于是2005年中央做了决定，汇率开始浮动。

一直维持固定汇率对企业并不好。原先企业躺在那儿赚钱，升值以后就要想办法压低成本，改善商品质量，增强竞争力，在国际上卖个好价钱。适度升值对产业结构调整，特别是淘汰落后产能、提升产业水平是有好处的。2005年中央决定人民币要升值，浮动区间也放宽了，交易规则也有一定的修改，人民银行对外汇市场的干预也少了，使得人民币进入一个升值的通道。

我们国家外汇储备最高的时候达到4万亿美元，要找出路，要增加一些使用和经营外汇的渠道。所以国务院成立了中投公司，还用外汇成立了很多基金，比如丝路基金、中非发展基金、中拉合作基金。中投公司又和国际上合作成立了中美基金、中俄投资基金等，让我们的外汇更有效地使用。此外，还包括拿着外汇注资开发银行，注资进出口银行。

图2-12显示的是1993—2019年的外汇状况。请注意左轴外汇储

备，由竖条表示；右轴是汇率，由曲线表示。最高的时候国家的外汇储备接近4万亿美元，近期还在3万亿美元以上。近年来汇率最高的时候曾达到6.2元多，近期在6.9元左右。市场上最热的问题是“什么时候破七”“什么时候破三”。“破七”是说人民币有没有可能掉到7元以下，“破三”就是全国的外汇储备会不会掉到3万亿美元以下，这是社会关注的热点。

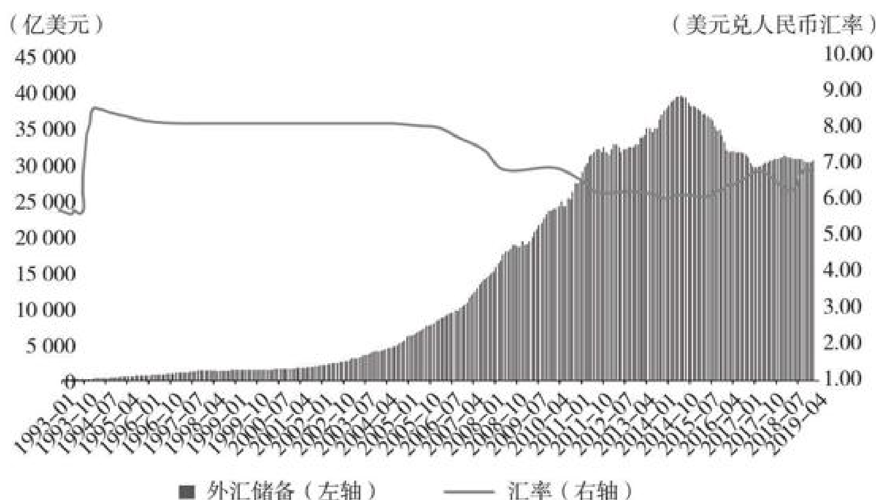


图2-12 外汇状况

资料来源：Wind资讯。

最近有几位金融界的领导在国际场合说，我们并不把某一个点位看作一个特定的关口。上周我去美国，美国人总说，人民币贬值就是跟美国人过不去，中国想多出口，对付美国加征的关税。我解释说，虽然有领导出来说有可能贬值，但实际上中国从来没有把贬值作为贸易摩擦的工具。为了不“破七”，中国政府已经消耗了1万亿美元的外汇储备，说明中国政府是有诚意的，并不想人为贬值。中国政府更要考虑国内的老百姓信心问题。过分贬值了老百姓会恐慌，那会很麻烦，所以中国政府是不愿意贬值的。这样给美国人讲，他们很难听懂，因为他本来就不信你。后来我要看两个指标，香港有离岸人民币汇率，境内有在岸人民币汇率。看看哪个贬得快，哪个在维持。事实上离岸人民币贬得比较多，这是市场决定的，不可能是政府操纵的。他们听了觉得好像有点道理，因为这是用事实说话的。从2007年开始，香港开始积极准备成为人民币离岸中心（见图2-13）。从2010年7月开始，香港的人民币业务突飞猛

进，跨境贸易增长很快（见图2-14）。

2008年，美国次贷危机引起了全球金融危机，也加快了人民币国际化的步伐。由于美元地位在一定程度上被动摇了，所以人民币在国际上的地位开始提高。很多国家觉得美元不是特别靠得住，但总体上觉得人民币不错，因为人民币升值了，所以很多国家愿意接受人民币作为交易货币，甚至把它作为储备货币。这几年人民币跨境使用的速度大大加快，人民币国际化的速度也大大加快。特别是前几年人民币一直在升值，我能亲身感觉到人民币在国际上多么受欢迎。



图2-13 香港人民币存款占比

资料来源：CEIC（香港环亚经济数据有限公司），香港金融管理局。

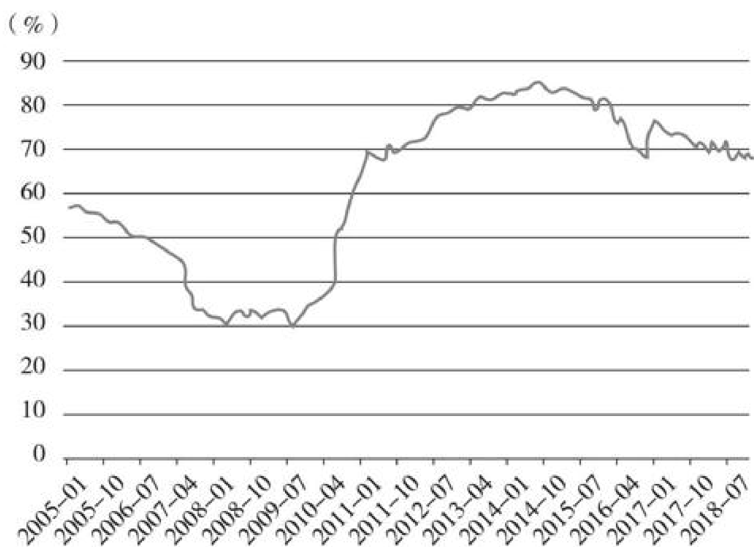


图2-14 香港人民币存款定期比

资料来源：CEIC，香港金融管理局。

前几年我到新加坡，新加坡所有银行会在大堂门口放一个牌子说“欢迎人民币”。所有外国的商店都表示欢迎银联，欢迎使用人民币。

印象深刻的是，有一年我带了一批EMBA学员到英国游学。当时李克强总理在伦敦访问，他在会议上宣布中国建设银行伦敦分行要作为人民币的离岸结算中心。第二天英国金融界的大佬们跟我们这批EMBA的学员吃饭，中心话题就是人民币。因为中国的总理宣布将建设银行的伦敦分行作为人民币离岸结算中心，他们非常兴奋。很有趣的是，英国人把足球看作第一国民运动，当时英格兰队在巴西世界杯上连战连败，就要回老家了。过去如果遇到这种情况，全英国都要沸腾起来，连吵带骂的。但是当时他们没人讨论足球，全都在讨论人民币问题，可见人民币非常受欢迎。毫无疑问，香港是最大的人民币离岸中心。新加坡说希望能成为亚洲的人民币离岸中心，澳大利亚也是如此。中国很快宣布在法兰克福又设立了一个结算中心，法兰克福很高兴，说欧洲大陆只此一家。没过多久，中国又很快宣布在卢森堡再设一个结算中心，可见人民币受欢迎的程度。人民币的市场份额不断提升（见图2-15）。2015年8月，人民币首次超越日元，成为全球第四大支付货币，市场份额升至2.79%。排名前三的美元、欧元、英镑的所占份额分别为44.8%、27.2%和8.5%。

2013年召开了党的十八届三中全会，提出了第四个改革性纲领文件《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。在这个文件中有一个突出的亮点，就是党的十四大提出市场要对资源配置起基础性作用，到了十八届三中全会把这句话提升了一下，把“基础性作用”改成“决定性作用”，更加强调市场经济的作用。十八大以后金融改革进入深水区。外汇、利率、人民币国际化、利率市场化等进展得很好。当然，还有很远的路。这里就不多说了。

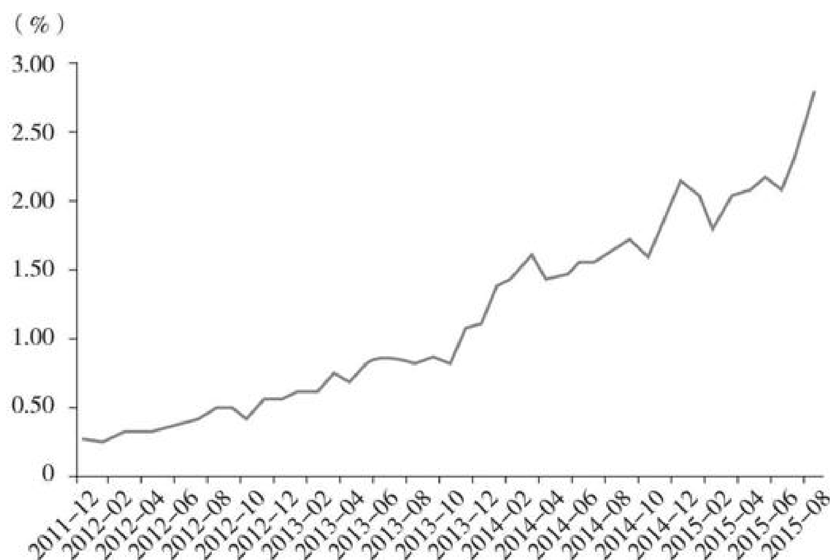


图2-15 人民币市场份额

资料来源：Wind资讯。

2003年以来，中国金融改革取得了巨大成就。国有银行工、农、中、建、交以及其他一些银行都改制上市。改制上市之前，中国的四大国有银行被国际上公认为属于技术上破产银行，通过几次剥离注资，资本充足率只有5%，而《巴塞尔协议》规定要达到8%。当时5%已经是经过注资的。经过2003年的改革，四大银行都改制上市了。现在全球最大的10个银行，四大银行都位列其中。第一是工商银行，网上称工商银行是“宇宙行”，是全世界最大的银行，盈利最多，规模最大。所以2003年以来金融改革成绩靓丽，国有银行改革、利率市场化、汇率市场化、人民币国际化，最近又是科创板。后面我还提到人民币纳入了国际货币基金组织的特别提款权（SDR）。金融改革成就很多，问题也不少。问题存在的原因是金融改革这些年孤军深入，缺少其他改革的配合。现在存

在的问题是，金融单方面很难解决的问题，需要所有的改革跟上去才能得到解决。

最近，由于各种各样的原因人民币进入阶段性贬值，从8.27元变成8.9元。尽管如此，我们还是在推进人民币国际化改革。例如前面提到离岸人民币的回流机制，还有沪港通、深港通、债券通等等。沪港通、深港通自开通以来，双向累计交易额超1.4万亿人民币，有力拓展了资本市场双向开放的广度和深度（见图2-16）。

我们做这些事情，就是为了让人民币在国际上更加方便地流通，最终要让人民币在资本项目上可兑换。最近人民银行又扩大了QFII（合格境外机构投资者）的额度，让更多的外汇、外资能够参与国内资本市场的投资。有些国家已经把人民币作为储备货币，比如日本发行了人民币的国债，把它作为储备。



图2-16 沪港通、深港通双向累计交易额

资料来源：中金公司研究部。

表2-1专门列出了人民币国际化具有里程碑意义的时期。2016年10月1日，人民币开始成为特别提款权的成分货币，比重达到10.9%，超过日元和英镑，仅次于美元和欧元，是第三大货币。

表2-1 人民币国际化的时间线

时期	美元	欧元	日元	英镑	人民币
2006—2010 年	44.0%	34.0%	11.0%	11.0%	0.0%
2011—2015 年	41.9%	37.4%	9.4%	11.3%	0.0%
2016—2020 年	41.7%	30.9%	8.3%	8.1%	10.9%

下一步外汇改革的意义更加重大。原因在于继续全面推进深化改革是中央的决策。习近平总书记多次发表了关于对外开放的讲话，比如：顺应经济全球化潮流，坚持对外开放；反对保护主义、单边主义。

中美贸易摩擦还在进行中，情况每天都在变。如果按照目前这样，中美互相加征关税，使中美之间的关税水平恢复到中国加入世贸组织之前，大家可以想想这是什么概念。现在美国在华子公司销售额远大于中国在美子公司销售额，美国自中国进口远大于中国自美国进口（见图2-17），美国在华利益更多，我们一直说“斗则两伤，合则两利”，我们并不希望贸易摩擦继续搞下去。

我们也做出了很多改革的姿态。下定决心要把负面清单缩得很短，这样才能达到自由贸易的投资环境。我们要在国内练好“内功”。

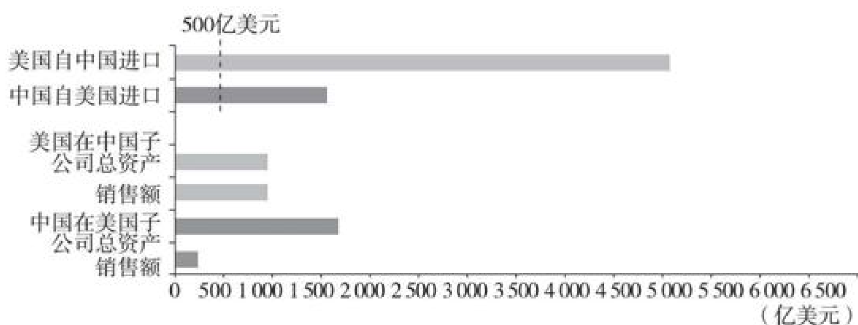


图2-17 中美双边进口及在对方境内子公司规模

资料来源：中金公司研究部。

习近平主席2018年在博鳌亚洲论坛上，宣布了金融机构对外开放的时间表。他说金融机构对外开放，宜早不宜迟，宜快不宜慢。意思是早一点没关系，快一点没关系，就是不能推、不能拖。资本项目可兑换虽然现在有点停顿，但作为改革目标我们并没有放弃。这两天沪伦通开通

了。沪港通也在不断扩大。第十一轮中美磋商遇到了一些困难，我们的态度很明确。这可能在G20（二十国集团）会议时会有所进展。

最后总结一下。由于外汇改革，人民币可兑换程度明显提高，是中国改革开放40年最为重要的成果。作为开放的经济体，如果人民币只能在国内用，却不能出去用，这是不能想象的。2015年以来，我们的外汇监管稍微加强了一点，出国的人都深有体会，中国人在境外使用人民币还是十分方便的。个人外汇使用方便到了这种程度，大概是在21世纪才做到的。个人信用卡可以到全世界刷，意味着人们可以自由兑换货币购买货物和服务。虽然人们不能随便把人民币换成美元现钞，但用来进行交学费、住旅馆、买机票、吃饭等消费是可以的。现在人民币的可兑换程度，在改革开放初期是想都不敢想的。

由于外汇改革，中国的经济和全球打通了，有了一个全球估值体系，只有外汇汇率按市场供求来决定以后，国内的价格信号才能真正提高在全球范围里的资源配置效率。

由于外汇改革，产业升级，企业竞争力升高，使得我们的外汇储备大幅度升高，对于外汇管理的经验和形式有了很多创新。由于我们的外汇储备多了，我们的企业竞争力强了，国家的宏观调控能力也强了。2008年，我们成功应对了美国次贷危机所引起的全球金融危机，对整个国民经济的稳定，外汇改革起到了很好的促进作用。

下一步，中央非常明确，外汇还要进一步改革。归根结底要使人民币汇率机制更加市场化、更加开放，向着资本项目可兑换进一步努力。这就是外汇改革的终极目标。

---

[1] 作者于2019年6月20日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

理解新中国的工业化进程[1]

黄群慧

论坛特邀专家、中国社会科学院工业经济研究所所长

本文的题目是“理解新中国的工业化进程”，它有两个方面的背景。第一个方面，2019年是新中国成立70周年，我们需要回顾、总结新中国的经济发展历程。第二个方面，现实中的中美贸易摩擦一波三折，有很多问题正在讨论，其中也涉及中国的工业化进程。所以我想通过历史和现实这两个背景，来谈谈如何理解新中国的工业化进程。

我大概要谈三个方面的问题。一是如何看待新中国成立70年来中国的工业化进程，我们的工业化达到了什么样的水平，取得了怎样的成就。二是如何总结中国的工业化。如今中国已经发展成为经济总量排行第二的国家，我们有什么样的经验和智慧。三是要谈一谈当前和未来，如何进一步深化工业化进程，我们面临的问题和挑战是什么。

首先来谈一谈，新中国成立70年来，中国的工业化进程达到了什么样的水平，取得了怎样的成就。

谈到工业化，一般人认为就是工业本身的发展，其实这是一个误解。工业化往往是指一个国家或一个地区在整个经济发展过程中，它的产业结构由农业占统治地位转向工业占统治地位并进一步深化，最后从比例上看是服务业占主导地位的经济发展过程。工业化就是现代化的过程，不要单纯理解成只是工业本身的发展。它不是单纯的产业问题，而是经济发展的问题，甚至发展经济学的主要内涵就是工业化问题。

所以，我们谈一个国家的工业化，往往是谈一个国家的现代化。但是现代化的面更广阔一点，工业化就是经济的现代化，这是一般的理解。也有更学术的说法的是从经济增长、技术进步的角度来理解。比如张培刚先生提出一个概念，这个概念有广泛的意义，他说工业化是国民经济中一系列基本的生产函数或者生产要素组合方式连续发生的从低级向高级突破性变化或者变革的过程，这是一个由技术进步推动经济增长的过程，或者说通过技术推动生产函数来突破变化的过程。我们可以通

俗地理解为，经济现代化或者经济的发展，主要还是指从农业国向现代化发展的过程，现在看更多的是发展中国家追赶发达国家，后发国家追上发达国家的过程。

从世界范围来看人类社会，我们如今仍处在整个工业化的进程中。虽然现在常讲“后工业化”社会的概念，但整体仍然是一个工业化的进程。这个过程已经进行了近300多年，真正完全进入所谓后工业化社会或者成为一个工业化国家的大概只有30多个国家。如果从学术角度来看，工业化发展分为几个阶段：一是前工业化阶段；二是工业化阶段，它又分为初期、中期和后期三个阶段；三是实现工业化之后，进入后工业化阶段。

用什么标准来界定和划分这些阶段呢？如表2-2所示，一般有五个标准——人均GDP、三次产业增加值结构、制造业增加值占总商品增加值比重、人口城镇化率和第一产业就业人员占比，这五个标准基本上可以总体反映经济发展水平。其中我们将人口城镇化率也放到工业化水平评价指标中，因为工业化和城镇化是相互促进的。在工业化初期阶段，往往是工业化推动城镇化；到了工业化中后期，往往是城镇化来拉动工业化。两者是互相促进的，我们可以用人口的城镇化率来衡量城市化水平。表2-2中的标准值是发达国家在不同阶段的经验值。利用表2-2中的指标和标准值，我们可以来判断中国的工业化进程到了什么样的水平。

表2-2 工业化不同阶段的标准值

基本指标	前工业化阶段（1）	工业化实现阶段			后工业化阶段（5）
		工业化初期（2）	工业化中期（3）	工业化后期（4）	
1．人均 GDP（2010 年，美元）（经济发展水平）	827~1 654	1 654~3 308	3 308~6 615	6 615~12 398	12 398 以上
2．三次产业增加值结构（产业结构，其中 A 代表一次产业，I 代表二次产业，S 代表三次产业）	A>I	A>20%，并且 A<I	A<20%，I>S	A<10%，I>S	A<10%，I<S
3．制造业增加值占总商品增加值比重（工业结构）	20%以下	20%~40%	40%~50%	50%~60%	60%以上
4．人口城镇化率（空间结构）	30%以下	30%~50%	50%~60%	60%~75%	75%以上
5．第一产业就业人员占比（就业结构）	60%以上	45%~60%	30%~45%	10%~30%	10%以下

资料来源：陈佳贵、黄群慧、钟宏武，《中国地区工业化进程的综合评价和特征分析》，《经济研究》，2006年第6期。

注：原表人均GDP标准值数据只有2005年，这里2010年的数据是根据美国国家经济研究局网站数据获得的GDP折算系数计算的。

谈70年的工业化进程，分成改革开放前30年和改革开放后40年。前30年我从两个方面来谈一下。一是我们取得了什么样的成就。改革开放之前的工业化进程，虽然经历了很多波折，但总体还是在工业建设上取得了重大成就。《中国共产党中央委员会关于建国以来党的若干历史问

题的决议》指出："在工业建设中取得重大成就，逐步建立了独立的比较完整的工业体系和国民经济体系。一九八〇年同完成经济恢复的一九五二年相比，全国工业固定资产按原价计算，增长二十六倍多，达到四千一百多亿元；棉纱产量增长三点五倍，达到二百九十三万吨；原煤产量增长八点四倍，达到六亿二千万吨；发电量增长四十倍，达到三千多亿度；原油产量达到一亿零五百多万吨；钢产量达到三千七百多万吨；机械工业产值增长五十三倍，达到一千二百七十多亿元。在辽阔的内地和少数民族地区，兴建了一批新的工业基地。国防工业从无到有地逐步建设起来。资源勘探工作成绩很大。铁路、公路、水运、空运和邮电事业，都有很大的发展。"

取得这些成就基于什么样的战略呢？在计划经济下，主要是基于重工业优先的战略，这是学习继承了苏联计划经济体制下重工业优先的战略。所谓重工业优先，就是按产业的价值链来说是从上游开始，一点点往下游推进。而从消费结构看，人们往往是轻工业优先，因为首先是衣食住行，重工业在后面。在当时的计划经济下，要体现社会制度的优越性就要赶超，所以是从上游战略开始的。当时投资要靠政府，经济增长的源泉主要是国内企业和政府的投资项目，而家庭收入增长相对比较缓慢。当时的体制和政策基本上是计划体制。

前30年的政策有一个比较明显的特点，就是不稳定。因为中间经过无数次政治运动，政治运动使政策不稳定，这种不稳定对经济影响非常大。不同年代经济增长波动很大，有些年代增长很快，有些年代增长很低，甚至是负增长，整体波动非常大，对外开放程度很低。与此同时，台湾和香港地区与其他各省、各地区恰恰相反，是轻工业优先的战略。基于重工业优先战略，中国前30年的工业化取得了很大成就，但也有很多问题，像政策不稳定，忽视轻工业，导致短缺经济出现。

改革开放以来，我们步入了中国特色的社会主义，进入新的工业化战略阶段。经过40年的发展，中国的工业化取得了巨大成就，水平推进很快。基于刚才的数据，我们通过人均GDP、三次产业增加值结构、制造业增加值占总商品增加值比重以及人口城镇化率，可以计算综合指数。基于这个指数，我们的总体判断是，到2011年以后，中国的工业化水平达到工业化后期。请注意是工业化后期，而不是后工业化阶段，这是两个概念，工业化后期表明我们还没有实现工业化，而后工业化则意味着已经实现了工业化。

改革开放以来的工业化进程是一个非常伟大的过程。发达国家把一个国家推进到工业化后期，往往需要上百年的时间。而基于我们现在的测算，到2020年中国基本实现工业化，这意味着能够实现十八大提出的目标；到2030—2035年，经过十年、十五年左右工业化的深化，我们应该能够全面实现工业化，成为一个真正意义上的工业化国家。

关于工业化的水平判断，在去年还是有争议的，争议也比较大。有两个极端判断，一个认为我们早已经实现了工业化，已经提前实现了十八大提出的目标。还有一个观点，当中美贸易摩擦开始以后，尤其是2018年3月美国制裁中兴后，有人说连芯片都生产不出来，还奢谈什么到2020年基本实现工业化。我认为这两个观点都比较偏激。一是我们已经实现工业化这个判断肯定不成立，这属于有点过于乐观，是没有道理的。二是如果说因为芯片生产不了，包括现在有很多卡脖子的工艺和产品生产不出来，我们就不敢谈实现工业化，这就犯了另外一方面的错误。工业化本身是经济发展水平的综合表现，不能因为某项技术没有掌握就说不能实现工业化。到目前为止，就连美国这样的发达国家、后工业化国家，也不是所有技术都能掌握的，所以不能以这个为标准来判断是否实现工业化。当然，技术水平高是实现工业化的标准，但不能依据某一项或某些技术来做出总体的判断。根据我们上面所说的工业化水平指数计算，大概2020年的指数是95，基本实现工业化；到2030年或2035年全面实现工业化是比较客观的，与党的十九大关于未来30年“两步走”的战略安排也是基本吻合的。

中国的工业化进程的基本特征是什么，尤其是改革开放后40年工业化有什么特征。我大概总结了几个方面。

第一方面，人口多。中国的工业化是一个具有十几亿人口大国的工业化，中国的人口几乎超过了所有工业化国家和地区人口的总和。如果中国在2030年到2035年整体步入工业化国家，则是对世界做出了颠覆性的贡献，因为历史上还没有拥有如此之多人口的国家成为工业化国家。

第二方面，速度快。中国的工业化是一个长期、快速推进的工业化，世界上还很少有国家和地区能够长期保持如此高的工业化速度。改革开放40年，从1978年到现在，全国经济GDP增速大概是9.5%，第一产业、第二产业、第三产业的增速分别是4.4%、10.9%和10.5%，第二产业增速最高。这么高的增速持续40年也是前无古人的。亚洲四小龙作

为赶超型国家也经历过工业化中期快速成长的阶段，但是不会40年一直保持接近10%的增速。

第三方面，新型工业化。中国实现的工业化是中国特色的新型工业化，是努力实现符合“四化”同步发展要求、与信息化深度融合的工业化。中国所实现的工业化，并不是传统意义的工业化，而是信息化时代以信息化引导工业化、信息化与工业化深度融合的新型工业化道路下的工业化。中国的工业化道路既要符合中国工业化阶段的国情，又要适应发达国家“再工业化”的世界工业化趋势。党的十六大就提出，我国要走区别于传统工业化道路的新型工业化道路。即坚持以信息化带动工业化，以工业化促进信息化，从而达到科技含量高、经济效益好、资源消耗低、环境污染少、人力资源优势能充分发挥。党的十八大提出，要推进新型工业化、城镇化、信息化和农业现代化“四化”同步发展。

第四方面，世界性意义。中国的工业化进程对整个人类的工业化进程具有颠覆性的作用，中国的工业化进程将改写人类历史。伴随着中国工业化进程的推进，尤其是在“一带一路”倡议的号召下，中国工业化进程对全球化的影响日益深远。从工业化视角看，“一带一路”的提出，表明一个和平崛起的大国的工业化进程正在产生更大的“外溢”效应。中国的工业化经验将对大多数“一带一路”国家具有借鉴意义。中国通过工业产能合作以及其他各个方面的更广、更深层面的区域经济合作，从而促进“一带一路”沿线国家产业升级、经济发展和工业化水平进一步提升，这对世界工业化进程的推进意义巨大。

第五方面，低成本。中国的工业化是一个低成本的出口导向的工业化。中国制造在世界每个角落都可以找到。低成本、出口导向是两个含义。低成本是因为前些年我们的技术是引进的，加上我们的低劳动力成本，甚至环境付费都是低成本的。出口导向是我们的一个比较成功的工业化战略，因此存在着大量的贸易逆差。但是这些年又开始向满足内需转型，转向满足国内市场需求。

第六方面，不平衡。中国的工业化是一个发展极不平衡的工业化，“极不平衡”有四个层面：一是产业结构不平衡，二是区域之间不平衡，三是增长速度和环境资源的承载力不平衡，四是工业化和城市化不平衡。

从产业发展看，这些年我们反复说要搞供给侧结构性改革，就是要

解决产业发展不平衡的问题。一方面，钢铁、石化、建材等行业的低水平产能过剩问题突出并长期存在，存在大量的“僵尸企业”；另一方面，高端产业发展不够和产业价值链高端环节占有不足，关键装备、核心零部件和基础软件等严重依赖进口和外资企业。

从区域发展看，区域发展不平衡，区域工业化水平差异很大，如表2-3所示。我们测算全国的工业化水平，到2015年基本到了工业化的后半阶段。同时我们测算了全国31个省市区域的工业化水平，结果表明区域之间的差异巨大。例如，北京、上海和天津已经实现了工业化，到了后工业化阶段。但是像贵州、云南、海南、甘肃等地，还处在工业化中期的前半阶段。从工业化中期到后工业化阶段，要跨越好几个阶段，这意味着地区之间的经济差距很大，经济发展水平至少是50年以上的差距。

表2-3 2015年中国工业化水平指数

阶段		全国	四大板块	九大区域	31 省市区
后工业化阶段（五）					北京、上海、天津
工业化后期（四）	后半阶段	全国（84）	东部（95）	长三角（98）、珠三角（96）、京津冀（93）、环渤海（92）、长江经济带（85）	浙江（97）、江苏（96）、广东（96）、辽宁（91）、福建（91）、重庆（88）、山东（88）
	前半阶段		东北（76） 中部（71）	东三省（76）、中部六省（71）	湖北（76）、内蒙古（75）、吉林（75）、河北（70）、江西（70）、湖南（70）、陕西（69）、安徽（69）、河南（66）
工业化中期（三）	后半阶段		西部（58）	大西北（58）、大西南（58）	四川（64）、青海（62）、宁夏（58）、广西（58）、山西（57）、黑龙江（53）
	前半阶段				西藏（47）、新疆（44）、甘肃（43）、海南（42）、云南（41）、贵州（39）

注：括号中的数字为相应的工业化综合指数。

资料来源：黄群慧、李芳芳等，《中国工业化进程报告（1995—2015）》，第47页，社会科学文献出版社，2017。

从环境保护看，经济增长速度和资源本身的环境承载力不平衡。所谓工业化是人类利用资源来为人类生活现代化服务的。经济快速增长最重要的约束，就是资源环境承载能力。一个14亿人口的大国，如此快速度地实现工业化，这在人类历史上前所未有，所以耗费的资源和排放，也是在人类历史上前所未有的。所以我们的资源环境承载力和经济增长速度之间存在极大不平衡。

从工业化和城镇化之间的关系看，存在二者不平衡问题。城乡发展

不平衡，社会民生领域发展不充分。这表现在城乡收入分配差距依然较大，脱贫攻坚任务艰巨，民生领域还有不少短板，在就业、教育、医疗、居住、养老等方面面临不少难题。所以十九大报告指出，我国经济已从高速增长阶段转向高质量发展阶段，而主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这恰恰在工业化上也体现出来了。

以上是我们概括的六个方面的特点。

中国的工业化成就有多大呢？习总书记在庆祝改革开放四十周年大会上讲了三句话，概括了我国改革开放40年来工业化的成就。一是“我们用几十年时间走完了发达国家几百年走过的工业化历程”。我刚才讲到真正从工业化初期到工业化后期，这个阶段往往要上百年的历史。改革开放40年，我们的快速工业化进程，从工业化初期推进到工业化后期，我们用40年走完了发达国家上百年的工业化进程。这是第一项成就。

第二项成就，“建立了全世界最完整的现代工业体系”。在改革开放之初，我们初步建立了现代工业体系，改革开放以来我们建立了全世界最完整的现代工业体系。在联合国工业大类目录中，中国是唯一拥有所有工业门类制造能力的国家。现在我国500种主要工业品中有220多种产量位居全球第一。现在中美贸易摩擦中，由于中国拥有最完整的现代工业体系，所以我们的经济韧性大，发展回旋余地大。

第三项成就，“我国是世界第二大经济体、制造业第一大国”。2016年，美国占世界GDP的24%，中国占14%；到2017年，美国占24%，中国已经占到了15%。从2016年世界主要国家的制造业增加值来看，图2-18罗列了前20个国家，排在第一的中国有30798.95亿美元的制造业增加值，占世界比重达到24.5%，比世界第二位美国的制造业增加值21830亿美元多出了近万亿美元。在1984年，美国制造业增加值占全球比例曾达到29%，几经起伏，2016年美国制造业增加值占全球比例只有17.3%；日本在20世纪90年代制造业增加值占全球比例达到21.5%的峰值，到2016年，该比例只有7.7%。实际上，正是由于中国制造业的快速发展，全球制造业的格局才发生了巨大的变化。总体而言，虽然高收入国家仍占据全球制造业增加值的大约60%，但是近20年高收入国家制造业增加值比重在不断下降，在很大程度上与亚洲特别是中国相关。中国占全球制造业增加值的比重从1970年的可忽略不计上升到2016年占全球的四分之一。

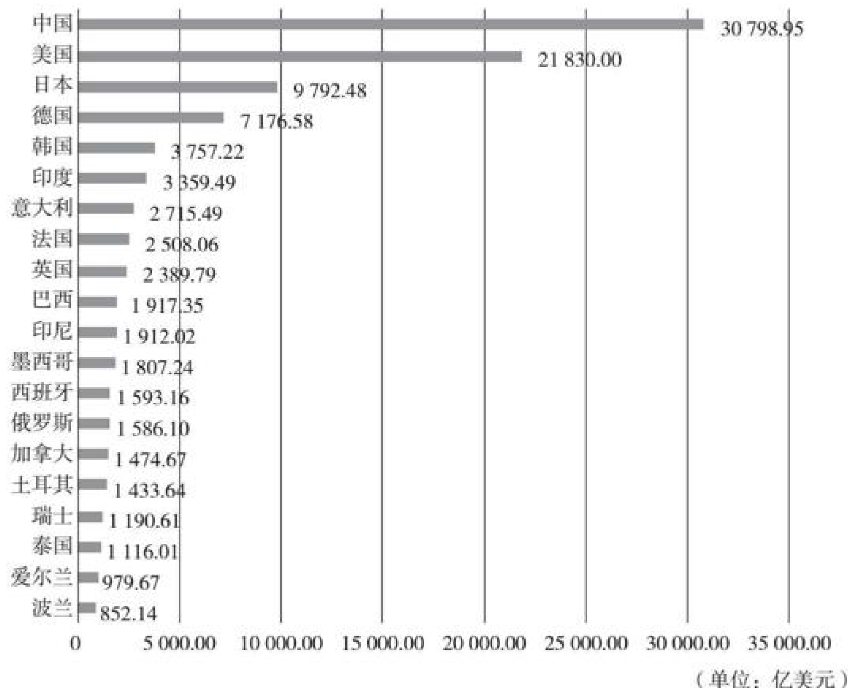


图2-18 2016年世界主要国家制造业增加值

资料来源：联合国统计司数据库。

这是我们谈的第一个问题是，如何来看中国的工业化水平，这个问题要分为前30年、后40年来看，我着重谈的是后40年，我们总结的工业化特征也是着重后40年。

接下来要讲的是，我们怎么来解读中国的工业化发展，或者如何来讲解中国故事和中国经验，这里我概括了六个中国工业化的经验。

一是正确处理改革发展与稳定的关系，“稳中求进”保证产业持续成长和工业化进程持续深化。在一个大国从发展中国家向发达国家发展的现代化进程中，工业化是必由之路。工业化进程一旦开始，要保证这个过程不会由于战争、危机或社会动荡等各种原因被中断，这个国家或者地区才可能保证产业不断发展、产业结构不断高级化。历史上因危机或者战乱而中断现代化进程的国家并不鲜见，这也是世界工业化史已经200多年，但真正实现工业化的也只有30多个国家和地区的一个重要原因。因此，社会政治环境的稳定是产业持续发展和工业化进程持续推进的基本前提要求。新中国成立以后，中国一度由于“文化大革命”而使得

工业化进程中断。改革开放以来，虽然也遇到了这样或那样的问题与挑战，但总体上采用了“渐进式”改革，始终坚持以“经济建设为中心”的指导思想，以“稳中求进”为经济改革发展工作的总基调，努力构建和谐稳定的发展环境，在保证经济运行的稳定性基础上，不断深化改革和结构调整，促进中国产业持续成长和不断深化工业化进程。当前已经处于工业化后期阶段，需要继续推进产业发展建设工业强国，而各种发展不平衡不充分问题比较突出，如区域发展差距、城乡差距和社会分配不公、贫富差距过大、经济“脱实向虚”、环境和资源制约等，危机和冲突的可能性进一步提升，这需要进一步处理好改革、发展与稳定的关系，坚持“稳中求进”的工作总基调，更加强调社会经济的协调可持续发展。

二是正确处理市场和政府的关系，不断提高产业效率和促进产业高端化。工业化是一系列基要生产函数（或者生产要素组合方式）由低级向高级的突破性变化或变革过程，其实质是一个不断技术创新的过程，工业进程深化的核心表现为通过技术创新实现产业效率的不断提升和产业结构的持续高级化。而“创新驱动”的关键在于正确处理市场和政府的关系，努力使市场在资源配置中起决定性作用，同时还要更好地发挥政府作用。迄今为止，中国产业发展和工业化进程的成功推进，在很大程度上得益于中国基于工业化发展阶段，把握产业升级的方向，不断提出合意的产业政策，实现产业政策与竞争政策有效协调，随着工业化发展阶段对产业政策内容、实施方式进行动态调整，有效地促进了技术进步，提高了产业效率，促进了产业结构高级化。从产业高端化和工业化深化的方向看，中国所实现的工业化，并不是传统意义的工业化，而是信息化时代以信息化引导工业化、信息化与工业化深度融合的新型工业化道路下的工业化。中国的工业化道路既要符合中国工业化阶段的国情，又要适应发达国家“再工业化”的世界工业化趋势——通过现代信息技术与制造业融合、制造与服务的融合来提升复杂产品的制造能力以及制造业快速满足消费者个性化需求的能力。“中国制造2025”，也正是中国响应这种世界工业化发展趋势而制定的一项深化工业化进程的战略。

三是正确处理中央政府与地方政府关系，促进产业合理布局和区域协调发展。中国幅员辽阔、人口众多，各地的资源禀赋、经济条件、文化习惯等差异较大。因此，一个大国的产业发展与工业化进程，在正确处理好政府和市场的关系前提下，还要处理好中央政府与地方政府的关系，这是保证产业合理布局和区域协调发展的必然要求。一方面，中央政府要制定整体区域协调战略并保证有效实施。中国经济发展的区域差

距很大，长期以来形成了东中西三大区域梯度发展的格局，近年来，为了促进区域协调发展，持续推进西部大开发、中部崛起、京津冀协同发展、长江经济带发展、东北老工业基地振兴等重大区域发展战略。中央政府要通过战略实施和体制机制设计，协调各区域产业生产要素配置，促进产业生产要素跨区域的有效合理流动，化解产业资源配置在地区间不平衡、不协调的结构性矛盾，提高产业生产要素空间上的配置效率，拓展产业发展空间。另一方面，还要充分发挥地方政府的积极性和创造性。中国产业发展非常重视地方政府的创新精神，鼓励地方政府探索科学的区域工业化模式。伴随着经济体制改革的深入，中国各地方经济发展的积极性和创造性被调动起来，各个地区结合自己的具体情况，创造出许多不同的经济发展模式。中国产生了一些具有鲜明地区特点和时代特征的经济发展模式，例如“珠江三角洲模式”“苏南模式”“温州模式”等，这些模式在启动条件、发动主体、资本形成方面都是不同的，但都促进了当地的工业化进程，成为工业化水平较高的工业化地区，进而对全国的工业化进程起到了巨大的带动作用。在各地推进自己的工业化进程中，工业园区发挥了重要作用，工业园区是现代化产业分工协作生产区，包括经济技术开发区、高新技术产业开发区、保税区、出口加工区等。工业园区能通过政策引导聚集生产要素，提高集约水平，突出产业特色，优化产业布局，对转变经济发展方式、推进工业化具有重要意义。

四是正确处理市场化与工业化关系，培育全面持续的产业发展动力机制。中国基于社会主义计划体制的基本国情，经过多年理论探索，形成了中国特色社会主义市场经济理论体系，坚持毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持毫不动摇鼓励支持和引导非公有制经济的发展。中国坚持市场化改革方向，为中国产业发展提供了多元的全面协调的动力机制。通过市场化改革的制度创新，培育了国内丰富、强大的动力源。这具体表现在市场化改革逐渐松开了传统计划体制对各种资源、要素、组织力量的束缚，激活了它们在旧体制下长期被压抑与控制的能量，不仅充分释放非国有系统的资源、要素，而且全面调动传统国有系统本身的存量资源和原有的组织制度资源。通过坚持“两个毫不动摇”培育了大量的市场主体，既包括通过深化改革推向市场的国有企业，也包括在市场中成长起来的大量个体民营企业，以及通过开放引入的外资企业。公有制经济，尤其是国有企业，在弥补市场缺陷、保障人民共同利益以及中国作为后发国家在一些重大战略领域实现赶超等方面具有优势，在事关国家发展重大战略和国计民生重大事业方面发挥了重要作用。而个体、

私营和外资等非公有制经济在满足市场多层次多样化需求、提升供给质量和促进生产力平衡发展等方面具有独特优势，形成了中国产业发展多元混合动力优势，促进了中国产业快速发展。

五是正确处理全球化与工业化的关系，形成全面开放发展的现代化产业体系。通过40年的对外开放，从设立特区，到开放沿海十四个城市，再到加入世贸组织，中国市场在对外开放的同时，也逐渐吸引了大量的外资，引进了大量的先进技术和管理知识，同时也利用了国外的市场资源，实现了大量的出口，这极大地促进了中国产业发展和工业化进程。当今世界的产业发展，处于一个全球价值链主导的时代。自产业革命开拓机器大生产开始，国际分工经历了从工业制成品与农矿业的传统产业间分工、工业内部各产业各产品部门的产业内分工，发展到同一产品不同价值链增值环节的产品内分工。20世纪90年代以后，由于产品模块化程度的提升和生产过程可分性增强，以及信息技术、交通技术等“空间压缩”技术带来的交易效率提高和交易成本的下降，基于价值链不同工序、环节的产品内分工获得极大的发展，制造业全球价值链分工成为一种主导的国际分工形式。而且，随着技术革命的加速拓展、业态不断创新和产业日趋融合，尤其是新兴工业化国家不断努力突破在全球价值链中的“低端锁定”，全球价值链逐步呈现出多极化发展的新态势。因此，一个国家的产业发展，必须对外开放，融入这个全球价值链中。改革开放40年的经验表明，中国经济所取得的发展奇迹，得益于中国制造业的对外开放。到2017年，在制造业31个大类、179个中类和609个小类中，完全对外资开放的已有22个大类、167个中类和585个小类，分别占71%、93.3%和96.1%。中国在对外开放过程中，加速了自身的市场化进程，培育自身的全面发展动力，同时顺应制造业全球价值链的分工合作共赢趋势，为世界制造业发展和全球经济增长做出了巨大贡献。

六是正确处理城镇化与工业化的关系，促进产业和人口集聚效率提升与社会民生协调发展。一个国家的经济现代化过程是工业化与城镇化互动发展的过程。工业为城镇化提供了经济基础，而城镇化为工业化提供了优质要素和广阔的需求市场。从工业化与城镇化历史演进互动关系看，在工业化初期，主要是工业化进程推动了城镇化的进程，而到了工业化中后期，城镇化进程的加快又牵引了工业化进程的推进。中国的工业化进程总体上符合上述工业化和城镇化的演进规律，长期以来我国成功地推进了快速的工业化进程，但总体上城镇化进程落后于工业化进程。在进入21世纪后，随着中国进入工业化中后期，城镇化进程也不断

加快，对工业化进程牵引作用明显。在处理工业化与城镇化关系过程中，尤其是要注意两个方面的问题。一是提高城镇化质量，避免城镇化与实体经济脱节，不能让房地产仅成为炒作对象，要让城镇化进程真正发挥对实体经济转型升级的需求引导作用。二是要不断提高服务业效率和促进服务业结构升级。城镇化是服务业成长为经济运行中主导部门的必要条件，城镇化人口集聚效应形成的需求密度经济，可以不依靠劳动生产率的提高而促进经济增长，但是，城镇化并不必然促进服务业效率提升和结构升级，科学的城镇化战略和高水平的城镇管理对于促进服务业效率提升至关重要。当前我国医疗、教育、养老等事关社会民生的服务业质量和效率还都有待提升，在一定程度上反映了我国城镇化质量水平还不够高。而且，由于工业化后期产业结构升级和工业化进程深化需要高质量的生产性服务业发展支持，提高城镇化质量、促进服务业效率提高和服务业结构升级还是深化工业化进程的必然要求。

以上是我从工业化和全球化、市场化、信息化等各个方面的关系，概括的六条经验。在这些经验中间，我们也走过很多弯路，也有不协调、不平衡、不充分的地方，现在应该从理论上来认识并正确处理这六方面的关系，形成现代化的经济体系，这是我们谈的第二个问题。

第三个问题是，工业化发展到现在，要继续深化工业化进程或者说推进经济发展会面临什么样的问题。我主要提三个方面的问题：一是“去工业化”；二是推进高质量工业化；三是积极应对全球化的新挑战，包括中美贸易摩擦。

一是如何有效预防“去工业化”。在去工业化理论里有两种去工业化，一种叫“过早去工业化”，一种叫“成熟去工业化”。当一个国家和地区制造业增加值占GDP比重达到30%以后，制造业所带来的技术渗透效应、产业关联效应和外汇储备效应都已经得到充分体现，服务业效率提高能够承担支持经济增长的引擎，此时制造业占比降低被认为是“成熟去工业化”。发达国家的工业占比到20%就不错了，甚至有的比这个还低。发展到了一定程度经济会出现所谓经济服务化，服务业占比达到80%或更高。但是，在工业占比降低之前，制造业的技术渗透效应、产业关联效应和外汇储备效应一定要得到充分发挥。只有依靠制造业经济才能发展，这是立国之基，兴国之本，强国之器。只有制造业发展，才会有技术创新效应，同时向前带动农业，向后带动服务业为制造业服务。如果离开了制造业，离开了工业，服务业没有依附的东西，那就没有存在的

基础。这种产业关联效应很大。另外通过制造业出口来赚取外汇，这是外汇储备效应。但是，如果制造业占比没有那么高，或者说在第三大效应还没有充分体现的时候，制造业就过快地下降，被认为是“过早去工业化”，往往会掉入中等收入陷阱。而中国现在恰恰处于中等收入阶段，如果制造业占比过快下降，我们有可能会面临中等收入陷阱。现在中国还没有“过早去工业化”的问题，但我认为这些年已经开始有一个“过快去工业化”的问题。虽然没有达到真正的去工业化，但由于服务业占比提升速度过快，制造业占比下降的速度过快，就存在过快地去工业化。到了一定阶段，去工业化或者说制造业占比下降，这个趋势是正常的，但不能过快。近几年中国服务业占比提升速度的确过快。1978—2011年，中国服务业占比年均增长约0.6个百分点；2011—2016年，中国服务业占比年均增长约1.5个百分点。英国经济学家伍德2017年的研究表明，1985—2014年，中国服务业占GDP的比例增长了21.3%，远远高于世界各国。

服务业占比上升本身不是问题，问题在于我国服务业的效率不高，中国存在明显的服务业“鲍莫尔成本病”现象。效率低下的服务业占比迅速提高，效率相对高的工业占比迅速下降，必然导致整体经济增速下滑，从而表现出三次产业占比上升、效率下降的“逆库兹涅”问题。如果严格区分产业结构的“转型”和“升级”，“转型”主要用于描述从一种产业主导的结构转型为另外一种产业主导的结构，而“升级”则表述了从附加值低的产业（或者产业环节）主导的结构转向附加值高的产业（或产业环节）主导的、整体效率提升的结构，中国面临着因服务业比例过快上升和实体经济比例过快下降而产生的结构“转型”和未“升级”的结构性失衡。

这个风险在近年来实体经济与虚拟经济之间的关系上也能反映出来。我们大力发展实体经济，但虚拟经济成长也很快。迄今为止，我们并没有很好地对实体经济进行界定。2017年我做过一个分类，我认为这个分类很能说明问题，实体经济也有窄口径和宽口径问题。甚至我把它分为三类，最核心的实体经济就是制造业，农业、建筑业或者其他工业也可以是实体经济，那是一般口径。还有一个口径，就是把一些生产性的服务业也放进去，我们叫广义的实体经济。唯独金融和房地产不能放进去。如果按这种分类方法，这些年经济脱实向虚的趋势是非常严重的，无论是核心口径，还是一般口径，甚至最广义口径。这些年实体经济占GDP的比例是逐年下降的。

我们说经济脱实向虚，但不能完全说是金融业有问题，因为我们的实体经济发展到一定阶段面临着转型升级，要转向高质量发展阶段。由于产业结构不平衡，需要的高端产业没有，不需要的产业却产能过剩，所以金融业就不会去支持，就会把钱投入房地产，把虚拟经济炒得越来越高，追求短期回报。于是越来越多的货币投放都在金融这种虚拟经济的圈子里面打转，甚至实体经济想得到一笔贷款，需要倒腾七次才能倒到手里。每倒一次，虚拟经济就会有一些回报，最终还是要靠实体经济的利润来支撑这七次的回报。如果实体经济赚不到钱，这七次回报就变成虚拟的泡沫。所以“三大攻坚战”里面专门有一条是降杠杆，要预防金融风险，这是非常关键的。

二是如何积极推进高质量的工业化。如何界定高质量发展或者高质量工业化？它要和我们新的五大发展理念——创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展、共享发展相吻合，或者说是以它为指导来解决我们的不平衡、不充分发展问题的。高质量工业化必须要以新发展理念为指导。

具体的战略至少包括两个方面。其一是要符合联合国《2030年可持续发展议程》中提出的包容的、可持续的工业化。这个包容的概念就是社会包容，既有区域协调发展，又有收入公平，还要考虑到就业。现在人工智能发展很快，对人的替代性很强。替代人工以后效率肯定会提升，这是创新所需要的。但如果过度推动对人工的替代，就会影响就业，影响社会的包容性。所以说包容性又给工业化提出了新的约束条件，包容要体现区域协调、收入分配公平、关注就业等方面的要求。

所谓环境可持续就是要保护环境，这要求工业化进程中，包括工业流程的选择、所采用的技术都要考虑环境可持续。联合国《2030年可持续发展议程》里，专门提到包容的可持续工业化，现在就应该强调这种包容性、可持续性。

其二是新工业革命背景下的通过技术创新实现信息化与工业化深度融合的工业化，尤其体现为制造业高质量发展。

根据新的国际竞争环境以及中国制造业自身创新发展的要求，围绕制造业高质量发展，新的中国制造业总体规划应当在以下这些方面做出重点调整。

第一，在总体战略导向上，要弱化“对标”或“赶超”欧美日，强化突出通过统筹部署构筑中国制造业的核心能力，为全球制造业发展做出中国的原创性贡献。全球工业发展的历史经验表明，英、德、美、日等国家跃迁成为工业强国的过程，都不是对领先国家工业竞争能力的简单重复和照搬，而是不同于领先国家的独特工业能力的构建过程——德国创造了公司研发中心组织结构，美国独创了大规模生产和现代公司制，日本发展了精益制造……中国建设工业强国也必然要为人类工业发展贡献独特的技术能力和制度模式。构建中国制造业核心能力的政策导向，对外体现了中国通过原始创新与全球工业国家共同推动人类技术进步和产业发展的愿景，对内则容易凝聚各级政府和广大企业形成实现中国制造业更高质量发展的战略抱负。

第二，在总体发展思路上，弱化重点产业和领域选择，突出新一轮工业革命背景下的通用技术创新和产业统筹部署。新技术浪潮和新工业革命是当前世界各国面临的共同挑战。为了更加有效地应对技术变革，美、德、日、英、法等工业强国都颁布了系统的规划和产业政策。但与我国的“中国制造2025”不同，这些国家的战略和政策在文本的具体表述方面，都不涉及政府重点支持的特定产业和领域发展等内容。我国新的制造业总体规划应借鉴美、德、日等国家的经验和普遍做法，在战略任务的拟定方面，一是强调推进制造业数字化、智能化、网络化应用所涉及的通用技术和使能技术的原始创新和技术突破，二是强调对于新技术创新和应用的统筹部署。例如，在促进5G创新和应用方面，应当避免使用支持特定5G领域的发展等表述，而强调促进5G应用场景发展、基础设施投资、参考架构建设等内容，完善5G创新链和产业生态的任务导向。

第三，在具体重点任务上，技术创新导向的智能制造、绿色制造和高端制造，更加突出管理创新导向的服务型制造和制造业品质革命。在当今新工业革命的背景下，中国制造业高质量发展的方向无疑也是制造业的智能化、绿色化和高端化，这需要我们不断通过科技创新，提高科技创新能力，大力发展智能制造、绿色制造和高端制造，促使中国制造业抓住当今世界新工业革命的重大机遇。但是，对于中国大多数制造业的发展而言，与德国“工业4.0”所倡导的物理信息系统（CPS）还相对遥远，很多产业的技术基础还不具备，而推进制造业与服务融合的服务型制造，以及推进中国制造业品质提升的任务则相对更有紧迫性和现实意义。在当今时代，制造服务化也是制造业转型升级的一个重要方向，制

造企业从注重生产和产品逐步向注重“产品＋服务”的趋势发展和演进，这极大地促进了制造业附加值的提升，进而促进了制造业的全要素生产率的提升和高质量发展。另外，与国外发达工业国家不同，中国的制造业品质问题还没有实质性地全面解决，通过制造业品质革命全面提升制造业产品和服务的品质，还是中国成为制造强国所必须补上的重要一课。

第四，在具体政策措施上，弱化选择性产业政策，突出既有利于促进中国制造业效率和能力提升，又具有竞争中性特征的产业政策和竞争政策。一是避免使用加大财政补贴和税收优惠等结构性产业政策，尽可能在加强知识产权保护、实现国有企业竞争中性、对各类所有制企业实施公平待遇、扩大对外开放领域等方面提出外资企业和民营企业认为明确的、可操作的政策措施。二是在我国强选择性产业政策对我国制造业创新发展的负面影响日益凸显的背景下，将公共资源更多投向新型制造业创新体系建设方面，包括：针对目前国家（重点）实验室的组织方式不能有效解决国家战略性技术任务攻关的问题，建设独立的、跨学科的、任务导向的新型国家实验室；针对目前我国各类共性技术研发机构公益性不够、效率不高的问题，借鉴德国弗朗霍夫协会、韩国产业技术研究院的成功经验，吸收海内外高层次兴建“中国工业技术研究院”；针对中国产业政策重结构化政策、轻合理化政策的问题，吸收美国制造业扩展项目和日本技术咨询师项目经验，推出中国的先进适用技术，推广应用项目和公共服务组织建设。

我要谈的第三个问题有关当前我国工业化如何积极应对全球化挑战。当今全球化有两个，一个是逆全球化，还有一个是超级全球化。逆全球化是以特朗普为代表的美国搞的。其实从特朗普的角度来说，他不是在搞逆全球化，他只是不满意现有的全球化规则，认为现有的全球化规则让美国吃亏了。他想打破现有的全球化规则，由美国来主导重新建立全球化规则。他的这些做法表现为逆全球化，表面上是针对中国搞贸易摩擦，根本上还是要跟中国打技术战。《对华301调查报告》提出了所谓补贴、外资股比限制、强迫转让技术、网络窃取和知识产权保护等一系列问题，这些恰恰和中国的工业化进程有关系，尤其是与中国的制造业总量增加值全球第一的背景有关。以此为借口，遏制中国的制造发展，遏制中国的技术创新，这是美国的根本目标。中美贸易摩擦这个过程是一个比较漫长或者谈谈打打、打打谈谈的过程，短期来看会对我们的经济有影响。从长期来看，我们要有积极的应对战略。美国也做了一

些长期的战略准备，从历史经验看，无论是在对日本还是在对德国发起的贸易战中，美国都获得了极大的便宜，包括布雷顿森林体系的瓦解，确定美元不可撼动的霸权地位，都是通过贸易战打出来的。

为什么说美国已经有了积极的战略准备呢？最近有两个问题特别值得讨论，一个是在工业化进程中最关键的供应链，如果中美脱钩，供应链战略如何调整，这是一个很大的问题。美国人出台了一系列报告，他们的基本想法就是与中国供应链脱钩。中国融入了全球化，对全球化有贡献，也得益于全球化，美国现在想与中国脱钩，甚至专门为自己的产业安全做了一些长期评估，美国有一套有效的评估框架，每年都要做一些年度供应链能力评估。美国的智库前几年就发表报告，建议减少对中国矿产供应链的依赖，修改自己的矿产许可制度。同时又建议说，要梳理各种产品的供应链，标注供应链的节点哪些是关键的，要预测有没有可替代的东西。

另外一个问题是技术创新生态的改变。改革开放以来，我们引入了大量的技术。现在的问题在于，如果美国人要通过限制引进，打压我们的技术进步，我们的技术创新生态如何调整？美国一方面限制我们的发展，另一方面提出了美国制造全球领导力的新战略，包括纳米科技、超算、量子信息、人工智能等领域。现在在5G、人工智能这两个领域里竞争也很激烈。如果离开了美国，我们要有什么样的生态调整？

从主观来看，中美两国谁离开谁都很难。一个是产业安全，一个是产业发展。在极端的情况下要考虑到产业安全，但也要考虑在全球化背景下有利于大家的产业发展。在中美贸易摩擦背景下，我们对中国制造业发展，对中国工业化的未来战略需要深入考虑。

还有一个说法，就是超级全球化。最近也有一些建议，说我们能不能接受零关税、零补贴、零壁垒，接受超级全球化。超级全球化可能是一个方向，但我个人认为要想实现很困难。著名经济学家罗德里克曾经说，全球化不可能是三角形。他说超级全球化、民主和国家主权不可兼得，三者最多得一个。为什么英国要脱欧？欧盟为什么会慢慢失败？其实可以利用这个三角形来解释。问题在于，在超级全球化过程中，有的国家经济发展很快，有的国家经济有问题。有了问题的国家，会通过民主形式向国家主权示威、游行、闹事。比如法国前一阵搞的“黄马甲”运动，法国人觉得自己的利益受损了，他们就上街闹事。超级全球化，经济有了问题，又是民主国家，这个国家的主权就会受到极大的影响，三

者不可兼得。总体来说人们会往这个方向去谈，但是超级全球化的趋势很难落地。中国在现有的世贸组织规则中属于发展中国家，如果我们的一些关税水平一下子降低到和发达国家一样，步伐就过大。当然也有人说我们进入了新的世贸组织，对中国经济有大的新推动作用。超级全球化对于我国而言，现在总体上压力会很大。中国的工业化走到今天，一方面由于中美贸易摩擦需要考虑逆全球化趋势，另一方面还要考虑超级全球化的挑战，中国的产业到底怎么发展，需要仔细考虑。

这是未来进一步深化工业化的三方面的问题：去工业化、高质量工业化和全球化的挑战。我只是谈问题，没有答案。

最后，我做一个结语。新中国成立70周年，我们步入工业化后期。中国从过去的农业国发展成现在的工业大国，虽然不是工业强国，但是我们已经取得了伟大成就。接下来，我们要进一步深化工业化进程，要迈向高质量工业化，而不是像以前过于强调速度。深化工业化进程，推进高质量的工业化，这是实现中华民族伟大复兴中国梦的必由之路。

---

[1] 作者于2019年5月30日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

我国农业重回规模化发展之路[1]

许善达

论坛成员、国家税务总局原副局长

最近四年来，我们联办财经研究院跟踪调研了农业生产的一些领域，其中跟踪调研时间最长的是河北省邢台市南和县。当地有一个合作社，还有一个面业集团，用小麦来做面粉和挂面。面业集团的老板是一个民营企业家，当年在村里与另外三个人合伙买了台磨面机，专门为村里人把种的小麦磨成面。后来合伙人赚了钱都改干别的了，只有他一直干这个。企业做大之后，他承包了县里的面粉厂，但因为面粉厂是国营的，做大了又不让他承包了，于是他就自己投资建了一个小面粉厂。后来那家国营面粉厂倒闭了，而他的面粉厂发展得越来越大。他本身是沙河市人，但他的面粉厂在南和县。现在他的企业的面粉产量在全国名列第五，前四名是中粮等大企业。他的企业一年生产面条一百万吨，全国排行第一，面条品牌叫金沙河，超市里都有。现在有很多外资企业想收购这家企业，包括金龙鱼和几家大的方便面制造商，但他坚决不卖。类似这样的民营企业有很多，这并没有什么特别值得引起关注的。引起我们关注的是，他从2009年开始，创办了一个合作社。

20世纪80年代初期，全国开始搞家庭联产承包责任制，每家有几亩地，华北大概是每人一亩一分地，一家如果五六口人，家里会有六七亩地。东北地广人稀，大概是每人10亩或者15亩。南方比较少，每人才几分地。家庭联产承包责任制改变了人民公社时期实行的平均主义制度。

1970年我从清华大学毕业，当时要求我们这些大学生到农村接受贫下工农再教育，到工厂接受工人的再教育。我被分配到黑龙江的一个县里，这个县是农业县，任务就是为国家上交粮食。如果完不成国家规定的粮食上交指标，县里的领导就得走人。所以县里总要派干部下乡，督促农民干活，春天催着播种，夏天催着除草，秋天催着收割上交粮食，冬天又催着搞积肥和农田基本建设。当时农民都在人民公社里吃大锅饭，搞平均主义，人们没有劳动积极性。

另外，当时国家的粮食供给不足。每年国家召开粮食工作会议，向

各省下达粮食生产和上交指标，会议由总理亲自主持，给各省分配任务。各省又要向每个公社、每个大队直至每个小队分配任务，规定交多少小麦、多少玉米、多少水稻，包括交几头猪都有指令性计划。因为农民的口粮要由自己生产来满足，所以还要规定每口人可以保留多少口粮。还有饲养大牲畜，比如养多少马，要留多少饲料粮，一亩地要留多少种子，等等。所以通常会议要发两个文件，一个文件规定交多少粮食，另一个文件规定留多少粮食。

我第一次去乡下正好是秋天，收获的粮食都运到了场院上，堆成一堆一堆的。那时候我还有点书生气，天天在那儿计算粮食产量，看看场院上有多少，地里还有多少，已经运走了多少，离完成上交任务还差多少。等到快完成任务的时候，我发现不对了，按照文件规定，粮食要分成要上交的粮食、自留的口粮，再加上需要留存的种子和大牲畜饲料，村里的上交任务还没完成，场院上的粮食就已经不够了。

当时我是刚毕业的大学生，除了中学时期每年下乡劳动外，从来没在农村生活过。于是我就找大队支部书记问这件事，他问我有什么不对，我说粮食数目不对，咱们现在交了这么多粮食，地里也没有了，场院上也没剩多少了，如果再要留下村里人的口粮、种子和饲料，粮食显然不够。书记说，是我这个学生不了解情况，村里年年都是这样。人的口粮规定要留800斤，实际上只能分带皮的500斤毛粮，如果按小麦算也就是400斤。村里人只能依靠自家的一点自留地种的玉米、土豆来补充口粮的不足。

听书记一讲我就明白了，当时的农民，在完成国家任务以后，基本就是处在半饥饿状态。尽管文件说要分多少口粮，事实上根本达不到，因为粮食总产量和计划分配的数对不上。这种情况不是偶然发生在某一年或某一个地方的，各地普遍都是这样。那时候城市的粮食定量也很低，我念书的时候吃饭也不可能吃那么饱。到了乡下，我才知道搞人民公社这么多年，广大农民基本上都处在半饥饿状态。

当时大学生到农村去，是住在农民家里，每天轮流到各家吃早、中、晚三顿饭。生活条件稍好一点的，给你炒一个鸡蛋；生活条件不好的，就只能吃咸菜。按规定一顿饭给一毛钱，一天给一斤粮票。凡是给我们炒鸡蛋的就多给一毛钱。我们在吃炒鸡蛋，农民家的小孩就趴在桌子旁边含着手指头看，看得我们都不好意思。

为什么会是这么一种状况呢？很简单，就是因为当时农民的生产积极性不高。生产队里有个钟，队长每天早上起来敲钟，敲完半个小时人也到不齐。干活全由队长分配，让你干什么你就干什么，所以都没什么积极性。本来这个产量就不够分配，人还没有积极性，结果可想而知。

很多农民都是负债的。因为生产队给分配的粮食和烧火用的玉米秸都是算钱的，可农民挣的是工分，所以很多人一年到头都欠着队里的钱。农民生活很困难，就盼着自己的儿子长大干活，劳动力多了，工分就挣得多，就能还上欠生产队的钱了。但是儿子一旦结婚生小孩，儿媳妇不干活了，小家庭又进入靠欠债度日的循环当中。除此之外，农民似乎想不出来有什么办法能改变这种状况。

我在县里工作了10年，当时人民公社制度确确实实效率非常低。后来有了承包制以后，交够国家的，留够集体的，剩下的都是自己的，极大地激发了农民的劳动积极性。那时候有农业税，可以用粮食折算，所以农业税是不用交钱的。当时粮价特别低，按一个玉米棒上的玉米粒掰下来有二两计算，五个玉米棒才有一斤玉米粒。种的最好的地，一根玉米杆上能结出两个玉米棒，两根半玉米杆上的玉米才能产出一斤玉米粒，而一斤玉米粒只能卖二分多。由此可以知道，农民的收入水平非常低。

家庭联产承包责任制最大的好处，就是使人们有劳动积极性了。把平均主义和大锅饭废掉了，给自己家种地，自己说了算，早起晚归，不用监督，也没人偷懒。

现在讲农村土地承包制改革之所以能够成功，还有一个重要因素，就是在推行承包制的同时，中央决定从20世纪80年代初开始进口粮食，以减少对农民的征购任务。虽然实行了承包制，粮食产量比过去多了一些，但是真要完成国家的粮食征购任务，农民剩下的也不多。所以一方面要调动农民的生产积极性，另一方面也要进口一部分粮食，减少粮食征购任务。从这个意义上讲，是双管齐下，最后取消了统购统销。

2006年，我们废除了8.4%的农业税。在讨论农业税改革的时候，各种意见和争论都有。有人认为这是皇粮国税，农民必须得交税；还有人说，国家可以不要农业税，但是那个附加的1.4%不能去掉，因为这是给生产队和集体的。争论来争论去，最后中央拍板决定全都取消。因为农业税是地方税，把农业税减免了，按减免数量中央补15%。

农业税改革刚启动时，很多省说现在省里财政这么困难，中央才补15%，那剩下的85%找谁要去？本来有好几个省要报名试点，一听说中央只补15%就不干了。回良玉当时是安徽省委书记，他说安徽干。

减农业税，中央补15%，是因为农业税在各省收的时候都交给乡里来用，这个钱上面不要。乡里拿农业税干什么？给乡镇政府的工作人员和乡村教师开工资。安徽先把农业税取消了一半，却没有考虑到基层支出用什么来解决。结果很多乡没了这笔收入就先把老师的工资停了。很多老师领不到工资，就把问题反映到教育相关部门。教育部门再往上反映，就反映到了朱镕基总理、李岚清副总理那里，他们说那就把农业税改革先停了，不能不给老师发工资嘛。

农业税改革停了以后怎么办？中央决定，给各省的这些乡村教师再拿几十亿，然后再继续搞农业税改革。后来回良玉从安徽调到了江苏，江苏比安徽富裕，有经济实力，他就把江苏各市的市委书记、市长都找来研究改革。他说先把江苏农业税砍一半。我记得当时江苏省全省农业税是80亿，要砍掉40亿。中央财政补6亿，剩下的钱省里出。比较富的地方像苏南、苏州、无锡自己承担一些。苏北没有苏南富裕，但是农业税多，所以苏北砍一半需要的钱比苏南还多，财政压力很大，有点不平衡。收入越高的地方，农业税负担越轻，收入越少的地方，农业税负担反而越重，这就不合理了。后来说要加大力度，各地有条件的可以进一步降低农业税率。首先加大力度的是北京、上海和天津等大城市。北京当时农业税一年大概能收8000万，但征收费用就用掉6000万，所以当时北京管农业税的领导说，他们早就不想收了，可是北京市没有权力废除。这回中央给了他们一把尚方宝剑，北京市就不收了。虽然税法不能废，但他们把税率降低到0。后来各省会城市和经济比较发达的省辖市和县都不收了。

最后形成一个局面，收入越高的农民交的越少，收入越低的农民交的越多，全国不平衡的呼声越来越高，到2006年温总理就把这个税全部取消了。

在农民收入增长里面，承包制调动了农民的积极性，否定了人民公社平均主义大锅饭的制度弊端；同时国家又减少了对粮食的征购，把农业税和集体的提留全部废掉，花了15年左右终于把这个问题解决了。

但是我们不要认为把农业税免了，农民就不用交税了，这个概念不

符合实际。虽然农民的农产品免税，但免税和不交税不是一个概念。什么叫增值税？增值税是购进的东西都有税，销售的东西正常也有税。拿销售应该交的税减去购进的税，剩下的差额是要交的税。即使销售不交税，购进也有税。农民购买生产资料都有税，农民的消费跟我们一样，到城里来买衣服、买鞋也有税。我当时粗略算了一下有几千亿的税，农业税才免了几百亿。虽然销售免税，但购进还要交税，光是增值税就有几千亿。所以对农民税收的贡献，还要有一个更加专业的分析，不是说不交农业税就是农民不交税了。

2006年农业税全部废除，从那时开始，农民的收入情况开始变化了。1984年、1985年左右，市场上的农产品供给特别多，所以又把粮票、布票取消了，整个国民经济都受益于农村改革。农民开始把自己生产的粮食和蔬菜拿到集市上卖，相当于过去的统收统购都没有了，这已经开始具有市场经济的内涵了。同时，有些农民挣了钱就搞起了乡镇企业。当时人民公社还在，所以最早的乡镇企业叫社队工业，人民公社废除以后才叫乡镇企业。现在乡镇企业的概念也不用了，基本上都是民营企业。乡镇企业、民营企业都是市场化的产物，乡镇企业生产的东西可以自由买卖，卖多少钱可以自行商量。我国整个国民经济市场化的比重，在农村增长得比较快。这项改革，对我国40年的发展发挥了非常重要的作用，效果非常显著。

但这个过程也是一个历史性的过程，不是一劳永逸的。当年搞家庭联产承包责任制，是针对人民公社平均主义的，所以效率提高了很多。但这种效率再干上几年，释放的能量就差不多了，再想让劳动力在这几亩地上做文章已经没有空间了。这种家庭式的农业生产效率已经完全不能适应市场化的需要。现在农村好的劳动力都进城打工去了，因为农民工的生活费用问题完全可以通过打工解决，而且每年还可以结余一点钱，带回家里去。如今农民生活不是靠那几亩地改善的，而是靠到外面打工做商业活动增加收入改善的。家里几亩地的收入，在整个家庭收入中所占的比重不断下降，他们已经不指望那几亩地了。最后只留下一些老人或者是妇女在侍弄那几亩地。

由于农业收入在家庭收入中比重下降，农业投入也减少了，农业家庭生产的效率就下降了。有的农民干脆把地撂荒，或者把地转租给别人种，很多地方农业生产开始萎缩。这种情况导致进口农产品越来越多。现在进口的农产品总量，包括粮食、肉类、蛋类、奶类等，如果换算成

土地当量，相当于6亿多亩土地。也就是说如果每年不进口农产品，全靠自己生产，我们需要新增6亿多亩耕地。现实生活中这是不可能实现的，这就是现状。

现在，国际上的农产品便宜，而国内的收购价还挺高。比如说玉米，我们过去收购玉米是一斤9毛多，而外国的玉米运到我国港口一斤才6毛多。为了不让农民的收入萎缩，不仅我们的收购价很高，还加大了农业补贴。这几年农产品供给和需求就在这样一种结构下运行。

国际上出口农产品的经济体主要是以美国、加拿大、澳大利亚、巴西等大国为主，它们的农业生产效率比我们国内的农业生产效率高，所以它们的农产品运到我们港口的价格，比我们国内自己生产的收购价还要低。所以一些农产品国内无法再生产了，最典型的就是大豆。我们进口美国和巴西的大豆，这些大豆价格低、含油量高，榨完油以后的豆饼蛋白质含量也比国内大豆的高，作为饲料营养更好。因为对大豆进口没有配额，所以大批进口国外的大豆，国内生产的大豆就明显减少了。

大豆只是一个例子。只要有一种农产品的进口放开，国内同类农产品想维持生产就非常困难。因为国际上这些经济体的生产方式比国内家庭承包的生产方式先进得多，生产效率也要高得多。现在靠什么来维持国内农产品的生产呢？主要是对于三大主粮，国家有自给率的规定：水稻的95%、小麦的95%、玉米的85%都要自给。怎么才能保证自给呢？实行进口配额。在配额以内的关税很低，配额以外的要加征60%～70%的关税，这就把国内外的粮食差价消除了，在配额以外再向国内进口就不合算了。我们就是靠三大主粮的配额制度，来维持国内水稻、小麦、玉米的生产，这种落后的生产方式和效率是靠配额来支撑的。

但这种支撑也面临很多困难。从2018年开始，东北三省加上内蒙古自治区，对玉米不再按照9毛多一斤收购了，要按照市场价6毛多一斤收购。因为国外进口的玉米一斤只有6毛多。同时为了保证农民的收入不降低，就要给农民补贴，但是不再从粮价上补，改变了补贴的渠道和方式。据我们调查，有的东北农民种了好几万亩地，他说去年种多少玉米卖多少钱，今年还是种这么多玉米，虽然卖的钱少多了，利润也少多了，但保持没有亏损，而政府给的补贴就跟去年的利润差不多。玉米补贴的改变只是在东北三省和内蒙古自治区的一部分地方，华北地区的玉米按照6毛多一斤收购，没有给另外的补贴，所以这些地方种玉米的农民的收入就减少了。

小麦和水稻还没有这么做。小麦和水稻怎么办？现在我们跟美国人谈判，美国人说小麦要放开市场。而美国跟日本谈判，日本不同意放开日本的大米市场；美国跟欧洲谈判，欧洲不同意放弃对欧洲的小麦补贴。由此可见，农产品的买卖、关税、配额是国际政治关系里非常重要的领域。一谈到这个问题，那些谈判的人都宁可撕破脸皮。比如日本一直紧跟着美国，称美国是老大，但是如果说让日本把大米市场放开，那绝对不行。欧洲跟美国关系好，美国说欧洲不能给农民补贴，欧洲说那可不行，它必须补，无论美国说什么它都要补。只要是比较重要的经济体，没有不为农产品的进出口“打架”的。各个经济体为了保护自己的利益，立场都非常坚定，现在中国就处在这个状态。农产品的需求要求20多亿亩耕地来生产，我们自己只有18多亿亩，所以我们必须进口那么多农产品，同时又必须防止把国内的农业生产摧毁了。要想防止摧毁，就得靠关税，就得靠配额，如果完全市场化，我们依靠这3亩、10亩地的生产效率跟那些国家没法竞争。

还有一个原因。比如说美国和巴西的农场土地是私有的，我们的农业土地是集体所有，是要流转的，而流转就有成本。我们在金沙河调查的结果是，农业合作社比农民自己种地的成本要低百分之十几，收入增加百分之十几，同样的几亩地，生产率能提高20%~30%，这说明合作社的效率很高。合作社的分配是什么结果呢？农民是土地的提供者，农民要流转土地。在整个合作社经营的财务上，把农民提供土地的钱、职业农民提供技术的钱和合作社提供生产资金的钱算在一起，按三个主体分配，出土地的人分一份，职业农民分一份，合作社生产经营分一份。净值里面，提供土地的能分70%，职业农民分20%，合作社分10%。

在我们的经营里面，提供土地的分配的部分占的比重很大。如果土地是私有的，那么这部分收益就是农场主的，因为土地是农场主的，土地资源分配的价值就归农场主。这个比例我们调查之前不知道，是把两万多亩地的数字拿出来一算得出这么一个结果的。合作社大概有28000亩地，按照15亩一公顷算约为2000公顷。在美国2000公顷的农场也不少，但农场主们的利润率为什么高？他们没有土地成本，因为这部分分配归他本人。虽然买地需要投入钱，但获得的是永久性的产权，分摊到每一年，费用就比较低了。我国农业生产中，土地资源在分配中占了很大比例，这是我们现在农业生产效率低的原因之一。

土地为什么在分配中占那么多？几十年以前就有专家建议，不要光

分经营权，最好把土地所有权也分了，农民可以处置所有权，不再种庄稼了就把地卖掉，来买这个土地的人的成本就会降低了。我们现在叫家庭联产承包责任制，有承包权，没有所有权。谈到这个问题需要回顾一点历史，20世纪五六十年代的人民公社，有的地方是一个县一个社，有的地方是几个乡一个社。在公社内部，核心的内容是平调，统一核算，你的猪调给我，我的粮食调给他，人民公社说怎么调就怎么调，因此没有人愿意多种粮食多养猪。后来发现这对生产力有很大的损害。到了1962年，提出要退，那么怎么退，退到哪儿？大家有一个共识，不能由人民公社核算，因为人民公社核算的层级太高，得缩小核算单位。在这个问题上有很多不同意见。1962年3月，中央发布了《农村人民公社工作条例（草案）》，文件里说要退到大队核算。到了6月该文件被修订，但还是说退到大队，直到9月才决定“三级所有以生产队为基础”。当时有的负责同志去调研，提出应该搞责任田。责任田跟承包制差不多。那时安徽是搞责任田的积极省份，中央也有负责同志建议搞责任田。还有人建议，在如此困难的情况下，先把地分了，让农民度过灾荒，等过几年再搞合作化。但是在1962年的八届十中全会上，毛主席否定了这两个建议，既不能分地，也不能退到责任田，只能退到以生产队为核算单位。

20世纪80年代初期开始搞承包制，那时是杜润生同志主持的。家庭联产承包责任制这个词，据我看到的材料说是胡耀邦同志想出来的，后来这个文件就通过了。当时也不是没有人建议把所有权分了，但是这个意见还是被中央否定了。过了这么多年，现在农村承包地的性质，我认为已经跟那段时间的承包制性质不完全一样了。我的看法是，当时搞承包主要是为了提高生产效率，交够国家的、留够集体的、剩下自己的，让农民有积极性。之后国家也不交了，集体也不留了，所有的财富都是农民的，进一步调动了农民的积极性。现在呢？刚才我讲了，农业生产在农民收入中的比重已经下降了很多，所以调动农民积极性的因素已经越来越弱了。承包地现在是什么功能呢？我们调查以后认为，所谓土地承包权，流转以后必须要保证承包农户的权益，实际上它成了农民的社会保障。土地承包的基本性质，已经从调动积极性来搞生产，变成了农民的社会保障资源了。

根据我们在河北邢台的调查，一亩地给流转的承包农户小麦500斤的价格，一斤小麦的市场价是1.1元左右，500斤就是500多元；玉米也是一亩给500斤玉米价格，现在价格是0.7元一斤，500斤就是300多

元。500多元加300多元是900元左右，把土地流转出去，一亩地一年能拿到将近1000元。不管农民在别的地方是挣钱还是亏损，这每亩地1000元都是农户稳定的收入。所以现在农民的承包权的功能和性质，已经从调动农民生产的积极性，开始更多向农民的社保转化了。这是现在的一种格局。

这种情况带来一个问题，如果农民在农业生产中的收入比重下降，又没有多少调动农民积极性的功能，我们的农业生产怎么办？农产品需求在不断增长，主要因素有两条。

第一条是城镇化，前面我讲到的那个企业老板当年生产面粉、面条，有了一定的积累，就琢磨要不要扩大生产，但又担心扩大生产以后市场没有了。我们就跟他说，现在的趋势是人们对农产品的需求仍在不断增长，而且这个增长主要不是数量上的增长，而是追求质量的提高。人们原来吃粮食吃得多，现在是肉蛋奶吃得多，所以城市对农产品的需求一定是增长的。

第二条是农民本身需要的农产品数量也在增长。现在村里人种小麦，已经没有人自己来磨面粉吃了，他是把小麦卖了，再到商店买面粉回家做面条，或者直接买面条。即使农民的需求量不变，他自食的比重也会下降，商品化的农副产品数量需求会上升，所以小麦再扩大生产也不怕没有需求。

我们的调查得出一个重要的结论，家庭承包耕种的几亩地与合作社耕种的上万亩地比较，平均每亩地创造的财富要差20%～30%。家庭联产承包责任制的生产效率很低，而进口农产品效率较高，国家只有拿出大量的补贴才能维持农业生产。那么如何才能提高我们的生产效率呢？还有没有提高的空间呢？金沙河合作社现在拥有土地2万多亩，2019年能扩大到3万多亩，完全有增长效益的空间。我们又调查了别的项目，比如说土豆种植。土豆是一种非常简单的商品，栽种土豆是用切成块状的胚子，光一亩地的胚子重量就将近两吨。一年下来能打三吨多土豆，每亩净增重量一吨多。河北张家口市有一个县，那里有一块5000多亩的地用来种土豆。种的土豆是专门买的优良品种，生产全部实现了机械化。拖拉机是从德国进口的，喷灌、喷洒农药化肥全部使用机器，收割也全部靠机器。每亩能打到5吨～6吨土豆，比别人多打2吨多。一斤土豆0.6元多，2吨4000斤，每亩地多收入2400元。耕种的农民想买拖拉机，找金融机构借钱，借贷的利率是18%。18%算是高利贷了，但是他

们三年内连本带息全部还掉。就是在这种形势下，他们的利润率还是15%，大家可以算算，要比普通农民多打多少土豆。

我们还调查了三个奶牛场，分别有200多头、500多头、800多头奶牛。现在奶牛场的建设让我们都无法想象，比如一头奶牛的牛舍必须要保证多大面积，要让它能很舒服地活动。奶牛吃的饲料，由专门的营养师来调配，配方单子相当长。一般农民家里只能养5头、10头奶牛，放一个圈里，奶牛在那儿拉屎撒尿，臭烘烘的。而奶牛场要定期往牛舍里面铺土，等到一定时间就把牛的屎尿清理掉当肥料，再换上新土，所以牛舍闻不到什么臭味，奶牛生活在很舒服的环境里面。奶牛场全部采用进口的挤奶机，奶牛自己知道往哪儿走，它们非常轻松地走到位置上开始挤奶，挤完又自己走回去。对比一下，农民自己家里养奶牛，每头奶牛每天能产18公斤奶，而奶牛场的牛每天每头能产奶30公斤，而且质量更好。农民自家奶牛产的牛奶每斤卖3.3元，奶牛场的能卖到3.5～3.6元，能增加10%左右的收入。牛奶产量从18公斤增长到30公斤，多出12公斤，提高了三分之二的效率，每公斤又增加了7%～10%的收入，收益增长可想而知。现在，有个荷兰牛奶生产企业准备到中国来饲养奶牛。我看了一下资料，该企业建的奶牛场，都是大规模现代化的，奶牛最低数量是8000头。还有一家丹麦肉食公司准备到中国养猪，它设计了一个猪场，规模是15000头到30000头，这种生产效率只有规模化才能体现出来。

外商到中国来投资，是因为知道中国人口多，对农产品的需求在持续上升。外国企业要靠规模化水平，靠高新技术来占领中国的农产品市场。国内外的经验都证明，无论是种植业还是养殖业，规模化的生产效率要比家庭生产方式高得多。同样的土地，同样的资源，能够创造更多的财富。

我们现在面临的问题是：怎样提高农产品的生产效率？我们现有耕地18多亿亩，如果都能像金沙河合作社那样，把效率提高20%，18亿亩耕地就相当于多出来了3亿多亩土地的当量。如果能提高到30%，就是差不多会多出4亿～5亿亩。我们现有的土地资源这么稀缺，同时效率又不高，这种不高的效率是有提升空间的。现在中国具有先进的农业生产力，同时存在着家庭式的农业生产方式，这种生产力和生产关系处在一种矛盾状态中。中央决定加快土地流转，这个大方向已经提出来了，但是现在土地流转的规模化水平仍然很低。

根据农业部的统计，目前规模为100头以下奶牛场饲养的奶牛，占整个奶牛饲养量的60%多。规模最小的饲养户的奶牛饲养量是5头，再少的就是自己养着挤奶吃，不进入市场，那些就不统计了。如果把奶牛场规模化搞大，先不说像荷兰那样搞到8000头，而是至少搞到200头、500头、800头，饲养效率也能提高很多。土豆、小麦、玉米等农产品的规模化种植，完全可以在整个农业领域提升生产效率。

“我国农业重回规模化发展之路”，意思是不能再维持分散的家庭生产方式了。当年承包制的分散经营有当年的价值，这个价值是很大的，克服了人民公社的平均主义，提高了农业生产效率。我们取消粮票、取消统购统销，都是实行承包制做出的贡献。但是，随着历史的发展，一家一户的农业生产方式已经不能适应当今国民经济的发展和国内外的形势。我们调查的只是几个点，类似的成功案例还有很多。实践证明，我们必须要加大土地流转的力度，真正改变现在的生产关系，在坚持承包制的前提下推动规模化。

坚持承包制的目的，就是保证农民的社保，因为农民太多，如果不搞承包制，农民的社保就无法保证。对这个问题社会上看法不一。我们的看法是，仍然不赞成现在就把土地所有权分给农民。把土地所有权分给农民很容易，只要把现有的承包地变成私有的即可，很简单。但是农民的生活和农业发展中间一定会有很多风险，有一部分农民因为天灾人祸可能很快会把地卖掉。虽然农民现在也有社保，看病能报销一点，但是和城里的社保有很大差距。哪怕只是1%的农户把土地卖掉，大概就有几百万户、上千万人的生活会面临很大的风险。如果仅仅是为了提高生产效率，这个地分不分还不是最关键的问题，因为土地的性质已经主要变成社会保障了，所以就不能进入市场了。什么时候我们建立起了新型的农民社保体系，才有可能不再搞土地承包制，所有权才能进入市场。

南方有一个县，曾经提出农民放弃承包地，给农民一个社保。但那个社保比城镇的保障程度低，所以搞了一段时间农民说不行，又退回去了。不是没有人想用社保来换农村的土地所有权，因为土地所有权进入市场，无疑是整个中国经济发展的一个新的增长因素。但是目前这个资源承担的主要不是提高效率功能，而是社保功能。在没有解决农民的社保体系之前，是不能让土地所有权进入市场的。

综上所述，农业生产要实现规模化，目前土地又不能买卖，所有权不能变更，那么只有加大土地流转的力度。

一是现在中办、国办发文件说农民可以拿土地入股，这是好事。但文件上又说，农民拿土地到合作社入股包盈不包亏。合作社经营好了给农民分利润，经营不好亏损了农民不用管，还得给农民付土地租金，少一分钱也不行。这说明所谓土地入股的股，不能理解为城市的股份公司的股，赚钱大家分，亏了大家担。农民拿土地入股是包盈不包亏，这是中央文件规定的。为什么这么规定？我认为就是因为土地承包权是社保的因素。只要承包地承担着农民的社保功能，就不能买卖，因为社保是不能买卖的。所以现在还要坚持家庭联产承包责任制不能改，不能让土地所有权进入市场买卖。这是我们国家现在的情况，将来用什么资源替代土地承包权承担农民的社保，需要另行研究。我们已经有了一些研究，但尚未完成。

二是规模化土地流转要市场化，农民要签合同，农民要自愿。我们在河北邢台合作社调研，当地农民签了合同，每人都有一张社保卡。合作社的地租和分红都直接打到社保卡里，农民直接就能收到钱。有一个村的村民委员会找到合作社，说这些钱不要直接打给农民，先打到村民委员会账户上，再由村民委员会分给农民。但是这个办法实行没多长时间就遭到农民反对，大家坚决不同意，后来就改回来了。合作社跟农民签合同，保证利益分配，全部把钱直接打到农民账户上，这就是社保的性质。

我们一方面要坚持承包制，一方面又要市场化，市场化就是农民要自愿，要签合同，而不是靠行政的办法发号施令。坚持承包制，坚持市场化方向，是我们的农业生产重回规模化之路的两个前提。

这里面有一个特别重要的因素，就是规模化的农业发展之路一定要有工商资本下乡。靠农民各家各户凑在一起搞合作社，成功的概率是很低的。光把土地集中起来，实现不了所谓先进的生产力。规模化可以提高生产力和生产水平，但是这种提高没有工商资本的介入实现不了。大规模种植土豆要买功能强大的拖拉机，现代化养奶牛要建现代化牛舍，还要购买大量的青储饲料，这些都需要资金投入。现在农民到银行贷款难，搞融资利率又很高，所以必须要有工商资本下乡。文中几个典型案例都是宜信公司提供融资的。

我们调查的那几个案例，包括小麦、玉米、土豆、奶牛，都有工商资本下乡的资源。没有资金资源，什么事也干不成。如果要把200头以下的饲养场全都变成200头以上的饲养场，需要多少投资呢？我们估算

大概需要1万亿元，这是一个非常巨大的投资空间。它们现在的利率水平是18%，而利润率是15%~20%，所以说农业规模化的增值空间非常大，提高中国农业生产效率的空间非常大。

在现在农业各项资源的条件下，如何改善我们的资源配置，重回市场化的规模化之路？要在承包制基础上搞规模化，要通过工商资本下乡实现规模化。中国农业有非常大的发展空间，效率提高30%我不敢说，但提高15%~20%完全可以实现。那就不得了了，我们就多了几亿亩耕地。这是我们经过几年的跟踪调研得出的结论。

现在美国要求我们多买美国的农产品，协议还没签，压力仍然存在。只要我们重回规模化之路，坚持承包制，坚持市场化，让工商资本下乡注入新的资源，重新配置整个农业生产资源，我们就完全可以把生产效率提高10%~15%。虽然我们的调研是从国内开始的，但我认为我们的主张也完全适合对外经济关系。

对农业当前形势和整个中国农业发展的历程，对当前农业发展战略，我们联办财经研究院就提出这么一点主张，供大家一起来讨论、参考。

---

[1] 作者于2019年5月16日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

国家治理与结构性改革

开放条件下的金融与货币：论中国金融供给侧结构性改革[1]

陆磊

论坛成员、国家外汇管理局副局长

一、引言：开放深刻改变了货币和金融理论的前提假设

在宏观经济理论上的改变。根据最简单的国民收入决定三部门IS-LM-BP模型（IS是描述产品市场均衡的模型，LM是描述货币市场均衡的模型，BP是描述国际收支平衡的模型），所谓开放就是在封闭模型下加一个条件——EX-IM（ε），其中，EX是出口，IM是进口，两者的差是净出口，取决于自变量——实际汇率。同时，在货币市场上，模型仍然把货币供给作为外生变量，货币需求则取决于国民收入和利率。我想说的是，这种理论抽象过于简化，与现实中的本外币市场运行并不完全契合。我们发现，在开放条件下一个经济体在决定货币需求和供给的时候跟封闭条件下完全不一样。很可能原本的外生的货币供给，即由中央银行完全自主、自由决定货币供应量这样一个前提假定可以推翻。因为有一个全球市场的存在，有一个外汇市场的存在，大家会在这个市场上吞吐本币和外币，进而形成比较庞大的本、外币交易，因此汇率和利率都会因之而发生改变。货币供应量是不是外生变量？是不是完全由中央银行独立决定的？这些都是在开放条件下必须认真思考的。

在微观金融决策上的挑战。大家一般会认为，开放在金融层面的改变就是让外资进入中国或让中国资本进入外国市场。实际上，当一个投资者在更广的范围内配置资本及金融资源时，决策的复杂性会成倍增加，绝不是一个N维向量变成N＋1维向量那么简单的，由于必须同时考虑不同经济体的比较优势、区位特征、契约文化和法律环境，投融资决策可能会出现从N到2N甚至N的平方的数量级增加。

开放是一个主观选项还是一个外部客观环境？众所周知，目前中国在开放进程中遇到一些挑战，中美经贸关系紧张引发了一系列的变化，对外环境受到影响，对依赖其生存的微观主体乃至宏观决策者都构成了比较大的冲击。对这样一个冲击型变量怎么看？一个经济体在封闭和开放中是否可以像开关大门那样自由选择？这就是本文想讨论的命题，对开放的认识决定了未来的资源配置方式和方法。

关于开放条件下的金融供给侧结构性改革。本文的副标题是：论中国金融供给侧结构性改革。为什么要加这样一个副标题？在谈这个问题的时候，先要明白什么是供给侧。在宏观经济学层面，如果推导总供给模型，自然要从生产函数出发，这就进入了供给侧——生产函数决定了生产方式和产出总量。但是这还不够，我们进一步往前推导——决定供给的因素是什么？显然，是要素，也是要素的组织形式，因为有要素才能形成供给。过去，我们往往把要素作为既定的东西，即比较优势。比如，这个国家有便宜的劳动力，那个国家有便宜的土地，产油国有蕴藏丰富的原油，这些都是要素供给，是给定的外生变量。但是，要素禀赋是可以变化的。以中国为例，在改革开放40年间，人力资源普遍从廉价劳动力逐步演变为接受过中高等教育的人力资本，物质资本从过去的短缺逐渐走向丰裕，土地要素也从廉价趋向昂贵。要素的变化必然导致产出结构变化，这就推动我们从供给侧结构性层面上思考经济问题。金融是现代经济的核心要素，金融资源配置对总产出和产出结构都会产生显著影响，因此，讨论金融供给侧结构性改革是一项十分有意义的工作。

综上，在决定讨论的问题之前，我们首先要明白各个概念之间的关系。第一，开放对金融和货币的影响。开放不仅仅是在原有封闭经济下增加了新的变量，而是一种质的变化或分析框架的颠覆性变化。第二，由于发生了质的变化，要素供给和要素需求都相应改变，特别是，金融要素供给与需求的匹配度形成了新挑战，推动了供给侧变革。

正是基于这样的认识脉络，本文要讲的主要内容建立在如下基础之上——开放是历史必然，进步所向，我们的经济金融分析必须以开放为前提条件。因此，我们首先要认真学习习近平主席反复强调的系列重要论述精神：“开放带来进步，封闭必然落后。”在2018年4月博鳌亚洲论坛年会上，习主席提出我们经济发展的成果是在开放条件下取得的，开放的大门不会关上，只会越开越大。据此，我试图给大家分析三个方面的内容。第一，进入新时代以后，我们要从高速增长转向高质量发展，

高水平对外开放有了新的时代内涵。开放是高质量发展的必要选项。第二，由于金融要服务于经济、服从于经济，所以我们要思考金融领域功能和货币角色可能会发生的一些变化，或者说金融和货币面临的新要求。第三，大家都会发现开放面临的金融风险，并且金融风险会跨市场传染。这就会造成一些疑虑——我们是不是应该把金融体系封闭起来以避免发生危机？正确的思考方式应该是，针对问题解决问题，而不能因为这些问题“把婴儿和洗澡水一起倒掉”。没有什么东西是绝对好的，当你获得一个好东西的时候，也会为此付出代价或者成本，开放也是如此。我们应该努力去获得好东西，并准备好可能为它付出的代价，有相应的代价覆盖相关成本。

二、从发展的质量或者增长素质的要求出发，开放是必然选项

（一）从理论上理解开放对实体经济的影响

关于经济发展，存在各种理论解释。我选取最简单而直观的索洛增长模型（1956年版本），它能够解释很多问题。我相信大家在初级或中级宏观经济学教程中都已经学习过这一经典模型，在此简要做一个回顾。

1.边际产出水平随要素投入增加而递减

从图3-1看，纵轴是人均产出水平，横轴是人均资本存量，函数是一个国家的增长轨迹。从规律看，经济增长——这里以人均产出水平f（k）表示，其中k是人均资本存量。简单来说，它符合稻田条件。该函数形式具有以下特征：（1）$f(0)=0$，意味着没有要素投入，则产出水平为零，所以它从原点出发；（2）$f(\infty)=\infty$，意味着无穷大的投入会带来无穷大的产出；（3）$f'>0$意味着有投入必有产出，所以它是一个增函数；（4）最为关键的是，$f''<0$，意味着随着投入增加，产出的增量下降。这可以有多种解释。用微观经济学的话说，投入不断增长的过程就是新兴行业走向充分竞争、利润平均化的过程。用熊彼特经济发展理论来说，原有的技术必然要被新技术取代，朝阳产业走向夕阳。所以，技术所带来的产出增量越来越低——最上面这条曲线就是这样的形态。

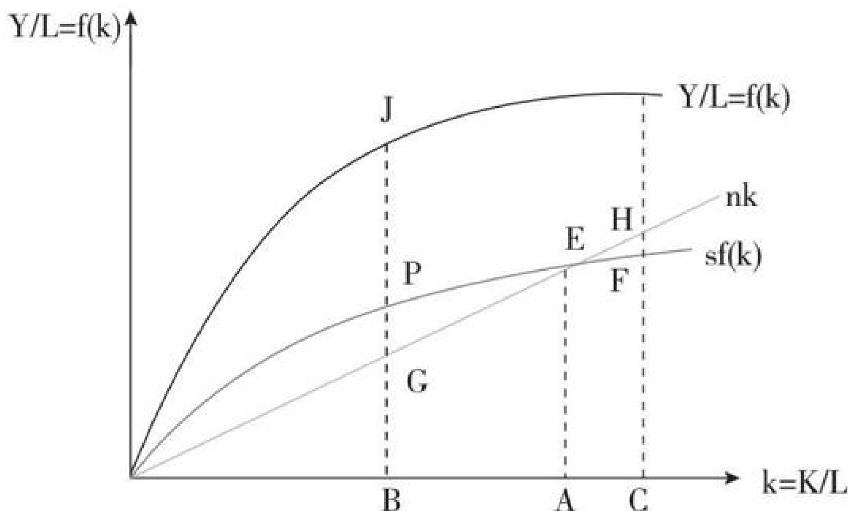


图3-1 索洛增长模型对人均产出变化的理论阐释

2.经济增长的稳态水平受储蓄率限制

图中下方的sf（k）曲线表明，假设给定一个储蓄率s，这个经济体一定会形成相关的资本。储蓄转化为投资，投资变成资本存量。而上面这条曲线和下面这条曲线的差即消费，因为总产出中的一部分用于再投资形成资本，剩余的就是老百姓的消费。

图中的直线是资本消耗，即人口增长率加资本折旧率，因为它是人均产出水平。大概意思就是资本是会消耗的，并且随人口增长会下降，所以需要以储蓄（投资）来抵补。当这条直线和下方的曲线相交的时候，我们称之为稳态。稳态是什么概念？在交叉点的右侧，资本的损耗高于储蓄，因此人均资本存量会下降；反之，在交叉点的左侧，储蓄大于资本损耗，也就是资本存量会增加，因此，人均资本存量会自动向中间收敛，这个点就是稳态。

3.生产率递减规律

只要一个经济体只用一种技术组合要素并形成产出，那么它永远逃脱不了全要素生产率不断下降，产出效率越来越低这么一个陷阱。有没有办法解决？一种办法是扩大解集或者叫定义域。生产函数的别称叫“技术”。那么，如果我用一种生产方式生产，而别人有可能用一种更加先进的技术和要素组织形式生产，这就是新技术出现导致的生产函数呈现凸

函数形式。更通俗且符合事实的说法是，技术会不断更新换代，它有可能呈现不断从凸变凹、从凹变凸的过程，人类技术史上，在全球意义上，就是一轮又一轮的产业革命。

4.用经济史解释开放所带来的生产效率递增

在中国，当我们睁开眼睛看世界的时候，你会发现，别人有可能在某一个技术环节有所突破，使得生产组织、要素组织、技术方式发生变化，因此生产函数变了。这是从技术角度出发，呈现出硬币的一面。硬币的另外一面——资本，不仅仅是钱。当经济是开放的，一定伴随的是资本的流入或者流出。从人类历史上看，资本流动基本都是从经济比较好的、技术比较先进的国家，向经济欠发达和技术水平较低的国家流入。因此就会出现相应的外来储蓄形成的新增投资。而投资，一般都附带有新的技术和生产方式。所以传统封闭模型就有可能不断被技术进步和开放模型所取代。由此我们会发现，人均资本存量不再受制于一个经济体的内部储蓄，会因为外来投资而不断扩大，人均产出水平不一定按照递减的方式增长。也就是说，我们能找到另外一种技术水平，另外一种生产机制格局。

上述简单的理论讨论立足于直观的经济增长理论，目的是告诉大家：这就是供给侧思考的问题。它不是从需求端，不是从消费、投资、进出口的短期均衡着手，而是关注长期经济增长。

（二）开放与增长经验证据

我们的GDP居于世界第二，相配比的FDI（外国直接投资）也居于世界第二。这里的核心问题是一个经济体的全球竞争力。在开放条件下，因为参与了全球竞争且具有竞争力，那么这个经济体的产出水平必然上升。比如中国，我们的货物进出口总额居于世界第一位，这在实际上证明了我们的供给侧发生了改变。此外，产出不仅仅是狭义的技术，还包括与更为先进的生产方式相匹配的制度。我只列了部分制度红利，包括契约、法律、交易行为等，因为经济增长、对外开放而发生相应的变化。其中，我需要特别强调的是谈判——这是一种博弈。我可以参与规则的制定，同时我也必须尊重别人相关的诉求，这样才有博弈均衡。当前的中国，正在世界范围内进行博弈，我们代表的是发展中国家和新兴经济体。我们期望有一种规则，它于我们有利，但是同时要兼顾他

人，这都是在制度红利里面的体现，用经济学语言说，一种博弈要能够进行下去，必须同时符合两个条件：一是参与约束，二是激励相容约束。两者共同决定了参与竞争和博弈比不参与好。

（三）经济增长与金融开放的关系

我想把经济和金融联系起来，因为金融不仅仅是钱，它也是一种要素配置方式。一定的生产方式，实物资本往往跟一定形态的金融资本是相配合的，也就是实体结构决定了金融结构。

1.近代开放对传统金融形式的解构

1842年，第一次鸦片战争以后签订了《南京条约》，西方商品和生产方式开始进入国门。1845年，英国银行也进入了中国。当时，中国传统的生产方式是小农经济，自给自足。当时的手工业也是非标准化的，就是说中国每位工匠生产出来的东西都不一样。现代工业是标准化的。非标准与标准的产业组织形式需要不同的融资方式，即大产业需要大资本，小农需要微型金融和零星的贸易融资。当时的中国大致存在两种金融经营组织形式，一种叫票号，一种叫钱庄。钱庄是吸收老百姓的余钱来放贷，基本就是现在所说的小额贷款。票号则基于贸易融资，因为当时中国已经出现了跨地区之间的商业往来，随身携带现金不安全且成本高，所以就搞出了一种金融创新，使得两个地方见票即付，这就是票号。但是这两种中国传统意义上的金融组织形态，都不适应现代大工业发展的需要，于是就出现了外资银行。历史经验告诉我们，新的金融需求和服务的出现，一定会使传统金融行业与自给自足的自然经济相匹配的行业全线崩溃或者全军覆没。大家可以到山西平遥去凭吊中国传统金融旧址，那里曾经有那么多票号，后来为什么会消失呢？第二次鸦片战争以后，中国发生了“自强”运动，现代产业形式兴起，配套以现代金融需求。于是，1897年中国人仿照现代银行业，建立了第一家中资银行，即中国通商银行。此后又有了官办的金融机构，戊戌变法以后的户部银行、大清银行，与各地新兴的民营银行一道，构成了中国现代银行业的前身。

2.金融必须适应实体经济需要

有什么样的产业就需要什么样的金融服务。一个例子是实体对金融

的现实需求。最近我到江苏做了一次调研，有一家生产工程机械的著名企业，为适应全球化经营和产能合作，在南美洲设立自己的生产基地，适应当地基础设施建设需要，生产并销售自己的挖掘机。但是，该企业面临的问题是，大型工程机械单个设备价格较高，当地很多人想用但是买不起，怎么办？一种金融形式就应运而生，即有限牌照银行，实际是融资租赁公司，以租赁方式向当地老百姓、当地工程企业提供相关服务。该企业面临的需求是：在汇兑环节上，设立银行的注册资本能不能出境？银行业监管部门能否同意一家实体企业在海外建立一家金融企业？我的回答是：金融服务实体经济，此类需求本应该满足。另一个例子是不同的金融形式服务于不同的产业形式。什么样的产业就会有什么样的金融配套，实体经济部门随着自身业务拓展，会发现具有符合自己需要的某种金融服务或者金融产品。比如银行业是不适合科技创新的，因为银行做的是资产负债业务，吸收存款是银行对公众的负债，它所放贷款是银行的资产，于是就变成它由金融中介配置资源，并进而成为给予刚性兑付的金融资源配置模式。贷款有可能收不回来，但是银行对存款人的承诺一定要履行，这就是刚性兑付。需要注意的是，银行业务一般不适用于科技创新，这是因为，从事资产负债业务的银行的本能是审慎经营。这种谨慎在于担心贷款会收不回来，会变成坏账。所以银行一定要检验贷款人的历史，检验贷款人有没有收入，有没有抵质押品，有没有其他动产或者不动产，或者有没有担保，也就是一旦贷款人还不了钱，有人可以提供代偿，而这些安排是不适合科技创新的。如果一个人来找银行，说银行要求的东西他一个也没有，他没有收入证明，没有以往信贷记录，没有纳税证明，他只有一颗聪明的脑袋，他可以搞科技创新。对不起，银行当场就会请他回家，因为他过不了风控评审，过不了检验模型。当然这类融资现在是有的，比如天使投资、VC（风险投资）等。这个逻辑是什么？投十单，九单赔了没有关系，只要有一单赚了，就覆盖了前面所有的成本，还有外带的收益。但这不是银行，银行要是这么干，那就会坏账横行。所以，某一种生产函数、生产形式，一定需要某一种金融配套。而一个经济体内所形成的金融形式，恰恰符合了要发展的生产方式。

（四）改革开放体现为实体经济与金融的同步开放

1.对外开放在实体和金融层面往往是同步的

1978年十一届三中全会决定改革开放。一是在中国很快出现了第一

个外资银行代表处——日本长期信用银行驻华代表处，实业和金融外资向中国输入。当时的领导人到海外做了充分调研，比如中央派代表团出访西欧五国，也去了南斯拉夫、罗马尼亚等国家，回来后都做了经验介绍。同时，还研究了新加坡等地的经济发展。最后，当时的改革开放决策者一致认为，中国供给结构需要改革，而从一个大型经济体所需要的产业结构出发，日本等经济体是一个可以模仿、借鉴学习的对象。所以日本的金融机构先进来了。二是中国国际投资公司成立，并发行中国第一单外债，因为我们缺乏发展所需要的资本。三是1979年3月13日，国家外汇管理局成立，以专门行使开放进程中的汇兑管理。1979年还发生了很多事，比如农业银行从中国人民银行分离出来。1979年所发生的这些事情告诉我们，我们需要资本，而这个资本不是钱，是要产业化，我们需要引进与这种资本相适应的金融服务，同时我们需要有管理，这些概念在1979年都已经形成了。因此，我想说的就是，实体和金融从来都是不可分的。

2.对外开放是双向的

这里面有另外一个子命题。为什么中国的开放绝不是单向开放，或者为什么不是重商主义？重商主义是产品奖出限入，钱是只进不出。事实是，近年来我们的FDI和ODI（对外直接投资）几乎同步增长，它反映了在开放条件下的市场竞争力和比较优势。简单来说，FDI反映这个本土生产的产品是有竞争力的，本土市场的容纳力更强。ODI则反映两种优势：一种是从简单制造走向研发的时候需要ODI，需要在更发达的地区建设研发中心；另一种是需要多元化，所以要ODI。从这个意义上来说，两者都没有高下之分，没有价值判断谁更伟大或者谁不伟大。有人经常说不能让某某企业家跑了，我们要反过来扪心自问：你的竞争力和优势是否足以留住他？当初他为什么来？现在他为什么可能离开？这是我们真正应该思考的问题。实际上我们的ODI和FDI都在增长，特别是对于“一带一路”沿线国家的投资，在去年一年同比增长8.9%，高于FDI和我们对全球的ODI，这反映了双向开放的格局。

3.开放是有烦恼的

开放新增了变量，而且在理论上对我们构成了挑战。一是如果从需求侧出发，我们习惯用的是凯恩斯主义理论框架或者新古典改造完后的凯恩斯主义政策工具箱，也就是需求面的。之前我所说的ISLM-BP模

型，在实证角度通常用的是DSGE模型，也就是动态随机一般均衡模型。动态随机一般均衡模型是什么？其基础是我刚才所说的IS-LM-BP模型。所以问题来了，原本我只要在相对封闭的范围内，并且主要考虑实体经济，不用太考虑金融。但是在开放条件下，我们不得不同时面对内部和外部平衡，还要面对实体经济和金融平衡，以及总量和结构均衡。因此，目前在这方面理论研究当中，进一步引进了货币，引进了金融体系等宏观变量，说明了一个事实——开放使我们对经济的分析变得更加复杂了。

（五）小结

第一，开放对一个大型经济体而言，意味着推动了要素供给及其要素组合的重新配置。要素不一定由一个国家自己提供，而是在更广范围内可以获取。通过新的要素组合方式，科技可以更加先进，产出可以更具效率。

第二，资本和生产函数重组决定了金融供给方式改革，特定的金融供给方式是否适合某种生产形式是不确定的。

第三，产出增长和资本丰裕推动两个阶段的全球化或者开放。第一阶段，引进来。由于欠发达经济体稀缺的是资本，丰裕的是劳动力和土地，引进资本是必然进程。第二阶段，双向开放。随着要素禀赋随经济增长而变化，劳动力变得更稀缺，土地变得更昂贵，在全球范围内重新配置资本，实施产能合作要求我们走出去。所以，一个经济体从引进来到走出去是历史之必然，这是由要素禀赋、比较优势所决定的，这个过程就是转型。

第四，供给侧变化引致需求管理面临内外均衡的复杂性。刚才我用的是DSGE模型，引入了金融部门，引入了货币。由于在开放条件下，不再由一个中央银行随意决定货币供给，它很可能受到外汇市场和其他因素影响。

三、开放条件下的金融功能和货币角色

（一）金融的演变：从跨境商业存在向跨境资产持有演变

1.几个典型事实

第一个事实——外资金融机构占比。一般情况下，非从事金融实务的人会认为，金融开放通常是指金融跨境商业的存在，即外资银行在中国的数量、中资银行海外分支机构的数量。但实际情况是，从20世纪90年代中期至今，外资金融企业占我国整个金融业总资产的比重始终在2%左右。

第二个事实——中资银行本土竞争力。2001年中国加入世贸组织，我们提出金融服务业暂缓进入，要有三年的过渡期。因为当时的中国银行似乎孱弱不堪，工、农、中、建四大行的不良率可能是20%~30%。1997年我们搞了2700亿元特别国债，由财政部注资四大国有银行，到1999年剥离了1.4万亿元不良贷款。从2004年开始规划，到2005年开始落实，用450亿美元分别注资建行和中行，同时引进外国战略投资者。正好2001年、2002年处在关键时间节点，一旦开放意味着什么？那就是“狼来了”，他强我弱，把外资银行放进来，中资银行业必然溃不成军，就这么简单。事实胜于雄辩：现在中国工商银行的总资产达到28万亿元左右，为世界第一大行。但是即便如此，中资银行的海外分支机构在当地的存在感似乎并不强。

2.理论解释

实际上，理论上的解释早就存在。美国金融学会前会长富兰克林·艾伦和道格拉斯·盖尔很早就提出了“客户转换成本说”，即银行客户很难因为不同银行的竞争力而改变接受的服务来源。比如，即便最牛的外资银行到了你身边，由于你的水电费、工资卡等一系列业务已经在事前绑定了某一家银行，所以即使它给你提供再好的服务，你也不愿意转换，这叫转换成本。同样即便中资银行到海外，给予客户再好的服务，对方也很难转换。

3.真正的潜在变化——跨境金融资产持有

这促使我们思考一个问题，是不是机构的跨境商业存在是一个不那么真实的问题，不值得做太多的讨论。真正的命题，是金融资产跨境互持。因为我们发现，金融风险会跨境传染。2017—2018年，土耳其出现了大问题，货币暴跌，汇率暴跌，因为土耳其相当一部分的金融资产

在债券、股票市场上，由其他国家金融机构所持有。当这些别国金融机构不看好你的底层资产时，就会抛售换成外币走人。所以土耳其同时出现了股市、债市暴跌，并延伸为汇市暴跌。所以为什么会出现共振？原因就是虽然没有跨境商业机构存在，但是金融资产是跨境持有的。

所以，虽然外资金融企业在中国所拥有的资产似乎不高，但是到2018年末，我们的对外金融资产、对外金融负债以及对外净资产都已经达到了天文数字，是以万亿美元级别来计算的，并且银行之间相互持有股份。而且我们在资本市场上鼓励了跨境通道式的资源配置，比如说QFII和QDII（合格境内机构投资者）。还有RQFII和RQDII，加一个R就是用人民币投资，但是也各指外资和中资人民币机构投资者。同时开通了互通机制，如沪港通、深港通、债券通，所以以前我们老是在强调“机构、机构、机构”，现在我们是在强调“资产、资产、资产”。

给大家一些数据。2019年1月至4月，通过沪港通、港股通、沪股通，也就是北向和南向去买股票，累计都是以千亿港币或者千亿人民币级别，深港通也一样。另外，QDII和RQDII额度在不断增长，从宏观面我们看到了这样一种情况，但在微观客户层面上可能存在不同机构转换成本。在各金融机构层面上发现成本太高，跨境设立机构，要养人或者租办公场所，大量机构不得不用一半以上的人员来应对合规性检查。因为各国，包括中国和发达国家，普遍认为这是一个事实，当你为我国的居民直接提供零售业务的时候，你是很危险的，所以要“了解你的客户”。你知道客户的钱是从哪儿来的吗？一不小心你就会陷入洗钱陷阱，所以各家机构都被搞得不胜其烦。不良资产能不能跨境转让？标准化的资产股票债券，非标准化资产可以是其他债权。什么叫标准化？什么叫非标准化？简单说就是不可连续交易，不是单位面值，这就叫非标准化。从这些方面我们看到一些变化。

（二）金融资本跨境配置对货币的影响

我们经常说跨境资本流动，那么跨境资本流动形成了什么？造成了什么值得我们研究的问题？我认为，在金融领域有两样东西是你永远想阻止但从来没有彻底阻止过的。一是金融业综合经营的趋势。中外都实行过最为严格的分业经营和分业管理的措施，但是从来阻止不了金融业综合经营的趋势。为什么？并不是因为规模经济，而是因为范围经济。因为各个金融子行业之间存在相互交叉的天然性，所以几乎所有的中外

金融机构，都会按照金控模式建设自己的子公司，这是一种本能。在客户层面上，消费者总是希望获得一站式服务，以此实现成本最小化。所以，综合经营从来就没有被有效地阻止过。二是跨境资本流动。作为有进取心的成熟企业和投资者，一般都会思考这样一个问题：在本行业，有没有一种新的生产方式存在？有没有一种新的要素配置方式存在？有没有更便宜但更具成长性的资产值得持有？这些都是促进跨境资本配置的动因。比如，2018年，中国证券监管部门思考“独角兽”能否回归，能否搞中国存托凭证（CDR）。在纽约市场或者伦敦市场上市的优质企业，能不能在中国的证券市场上交易，让老百姓可以分享真正优势企业所带来的红利，这些考虑的前提是跨境资本流动和跨境金融资产持有。

如果跨境资本流动成为现代金融领域的基本特点，那么在货币领域会出现以下值得研究的新课题。

1.汇率是结果还是原因

各个版本教科书的基本模型一般都把汇率当作贸易的原因——净出口是实际汇率的函数。但是，在跨境高频资本流动的全球金融新格局下，汇率演变为一个经济结果，而不再是决定竞争力的原因。在经贸领域，汇率操纵往往被认为是不当补贴，我想，这是陈旧的认识。在高度国际化的市场上，是否持有某种货币以及该货币标值的资产，是由预期决定的。预期则取决于该经济体的竞争力、产出能力和市场容量。实际上，很多经济体的中央银行试图干预汇率，一般都会铩羽而归。典型的例子是1997年的泰国，最后不得不实行浮动汇率制度。

所以，汇率到底是什么？汇率的形成机制如何？从货币市场看，各个不同币种之间的供求最主要的决定场所是金融同业批发市场，由金融机构为客户提供即期和套期保值等相关服务。在零售端，实体经济套期保值需求强化了汇率的金融功能，因为汇率过度涨跌不利于实体。从外汇市场现实运行看，汇率是由两个层次的供求决定的——第一层次是实体经济现实和风险管理需要所形成的零售端供求，第二层次是金融机构流动性管理和服务客户所形成的批发性交易。因此，我的观点是，汇率主要是由外汇市场供求关系自发决定的，是一种输出，是一个结果。

2.外汇储备对预期的影响

在现实中，我们发现，外汇储备的功能越来越不像国际货币基金组织定义的那样，如一个国家的外汇储备满足6个月进口额，覆盖一年以内短期外债到期还本付息额，等等。以中国为例，30900亿美元的外汇储备用国际标准来看，无疑显得“过于充分”。但是，现代金融市场极为敏感，观察的不仅仅是存量，甚至更加在乎增量的边际变化。而这种边际变化量很容易通过市场预期形成正向或负向螺旋。比如，市场观察到储备增加，就预期升值，进而推动跨境资本流入，形成更大规模的外汇供给和本币需求，汇率因之发生变化，储备进一步增加。反之亦然。因此，储备不再仅仅是购买力，而已经成为平准市场的稳定器或者压舱石。

3.外汇市场是大类资产配置的基准性指针

我们经常会看到外汇市场与其他金融市场的共振，但外汇市场与股票市场、债券市场有什么差别？外汇市场是永恒的批发性市场，它主要不是一个零售市场。从20世纪80年代一直到1994年1月1日汇率并轨之前，我国的确存在零售意义上的黑市或灰市，价格双轨制形成了倒卖外币现钞的“黄牛”和交易外汇额度的掮客。当时的灰色和黑色市场上最高达到1美元兑11人民币，而当时的官方定价是1美元兑换5.8人民币，巨大的套利空间激励了套利行为。经过改革，真正成熟的外汇市场是永恒的批发性市场，它是一个以机构投资者为主的市场，它变成了对大类资产配置具有引领性和指针性作用的基础性市场。要持有外汇，首先要考虑用汇需求，然后是预期汇率，此外还必须考虑某国的经济状况和政治稳定性。如果某国的汇率一下子贬了30%，那么赚的钱是不够汇率损益的。所以说，在开放条件下，外汇市场是大类资产配置的重要指针。

4.科技冲击

科技层面上形成的挑战不如说是机遇。大数据、人工智能和机器学习的一个重要优势在于：人需要下班休息，但机器可以不下班，机器可以用非常简单但又非常扎实的办法一个一个排除变量之间的相互影响，直到最后告诉我们，影响我们所关心的问题的最重要的因素是什么。机器并不知道也不需要知道因果关系，它只是在搜寻，最后输出结论。我们运用科技，目的在于避免我们自己犯统计学上的两类错误：存伪和去真（在一定的置信区间下）。因此，它改变了或正在改变我们传统的观察经济变量的方法——先大概想想因果关系，然后回归。

（三）货币理论的与时俱进

在2008年全球金融危机以后，基于各国面对不同问题的不同实践，在货币理论层面出现了一些新的讨论。在中国，2017年中央经济工作会议和2017年7月14日到15日的第五次全国金融工作会议，都反复强调货币是总闸门，系统性风险是总关口。反观以美国为代表的发达经济体，经历了量化宽松或零利率甚至负利率政策，在理论上被称为“直升机撒钱”。

1.现代货币理论

现实总能够产生新的理论。2008年全球金融危机后，西方在经济学领域流行对危机的经济学反思，如乔治·阿克洛夫和罗伯特·希勒的《动物精神》，也有深层次制度反思，再如托马斯·皮凯蒂的《21世纪资本论》。在货币理论界，名噪一时的是现代货币理论。该理论认为，政府可以把平均利率设置到低于增长，即债务和GDP的值会随着时间而缩减，理论上债务就无须偿还。简单地说，如果大家没有必要知道它的总体理论推导，就可以不断用钱。理论依据来自凯恩斯，核心论述就一条，国家永远不会破产。货币发行是主权货币，它具有无限法偿能力，可以偿还本国负担的一切债务。

这种观点在全球理论界形成了巨大的争论。针对该理论提出的财政和货币的同一性问题，传统观点认为应该控制，现代货币理论认为印钞就可以了。在米尔顿·弗里德曼之前，传统观点甚至主流观点认为，货币是中性或者超中性的，货币发行除了造成通货膨胀之外，没有任何实际产出。所以弗里德曼有一句名言：“通货膨胀在任何时候、任何地点都是一个货币现象。”但是现代货币理论认为不必过度担心。其支持者观察到一个事实，2008年以后，美联储搞量化宽松政策，印钞并没有导致其国内出现通货膨胀。我的批评是，现代货币理论是建立在本国需求基础之上的，至少没有充分考虑对国际货币体系的冲击，也没有深入研究2010年后欧债危机的起源及其影响。在国际货币体系层面，货币的外溢效应是必须考虑的，主流货币实际上还具有提供价值尺度、流通手段、支付手段和储存功能等职能。我个人认为，现代货币理论对于世界货币体系是一个巨大冲击。

2.国家资本结构理论

另外一个理论，是伦敦政治经济学院的博尔顿和黄海洲教授创建的，认为一个国家的货币不是这个国家的负债，而是它的资本（股票）——股票滥发固然存在摊薄股东权益的问题，但不增发股票则得不到发展。他们采用了多个国家的例子，如瑞士，当货币市场不看好欧元，避险因素使得投资者都多持有瑞士法郎，瑞士法郎的汇率就会暴涨。瑞士没有加入欧央行，瑞士中央银行就会直接发行瑞士法郎给购买者，它的外汇储备暴涨了一倍，没有相应的负面损失。这些理论创新都是在开放条件下、全球金融危机背景下应运而生的，值得我们深入研究。

3.货币应该兼顾金融稳定和币值稳定是后危机时期应该得到的共识

如果说，我们还不能完全认同现代货币理论，同时对国家资本结构理论也持进一步观察态度，那么最近10年的货币理论真正公认的演进是什么？我认为是货币的金融稳定职能。比如，美国对2008年金融危机进行了反思。一是该不该出手拯救雷曼兄弟公司，二是对美国国际集团（AIG）的救助是否正确。因为当时的判断依据是系统性风险，AIG足以影响美国整体金融稳定，所以由美国财政部和美联储出资救助。但是事后一帮经济学家分析，雷曼兄弟的资产虽然不大，但是在市场上到处出售，实际上已经给其他机构都造成了影响，应该救雷曼兄弟的，至少有一种呼声是这样。

虽然现在说这些都是事后诸葛亮，但是起码告诉我们一条，由于存在中央银行的金融稳定职能，所以货币和监管当局应对银行危机是有经验并有丰富的工具箱的。为了避免银行出现道德风险，也为了防控系统性风险，危机以后金融稳定理事会等组织还推进了一些创新，比如逆周期资本缓冲、系统重要性金融机构认定和特殊监管要求。比如，针对系统重要性金融机构实施更加严格的监管，客观上增加了大金融机构的成本，以解决“大而不倒”（too big to fail）问题。但是，危机仍然存在，只是换了形式——自2014年至2018年，我们发现全球一共发生了57场危机，其共同表现形式是一国的汇率一年以内贬值20%以上，并由此在多个金融市场上形成共振。因此，货币救助可以缓解或解决金融机构或金融市场不稳定问题，但是，货币自身的问题——币值的稳定性，是当前和今后一个时期中央银行必须持续面对的不稳定性命题。

（四）小结

围绕开放条件下的金融职能和货币角色，我做一个小结。

第一，巨变的、持续开放的世界推动着金融从老一代高成本跨境实体的存在，转向低成本24小时不间断交易、跨时区交易跨境的资产池。跨境资产持有的快速发展已经逐步替代跨境网点的存在。

第二，跨境资本流动推动着货币层面的三大变化。一是汇率成为基础价格。为什么一个国家的汇率会坚挺？要从根本上看这个国家的经济整体竞争力，它不是外生的随意的变量，而是基础性的原因，是一个结果。二是储备成为稳定的基石。为什么持有一国资产具有安全性？投资者看到一国的储备在增加，所以大家都愿意持有，大家都在兑换成人民币。三是信息技术成为货币调控更加精准的参照，它可以微观识别，也可以做宏观的“无痛”管理。过去太多的宏观管理是不精准的，是拍脑袋决策的。通货膨胀就要来临了，经济就要衰退了，这些都只是模糊的猜测。现代信息技术可能使我们的宏观调控变得更加精准，同时使副作用变得更小。

第三，我必须要说明，这些新理论有两个非常有趣且值得我们考虑的点。我的看法是，货币仍必须保持稳健，我们要认真分析货币对财政透支的政治经济学后果，然后才能审慎地下结论。

四、认识并防控金融危机需要平衡的利弊观

（一）关于金融波动的几个一般性认识

1.信息技术是降低了危机还是扩大了波动

半个世纪以来周期性发生危机，人类还没有能力控制金融危机。坦率地说，即便是人工智能也没有办法控制危机，甚至人工智能会使得危机更加频繁。肯定会有人反对，认为人工智能、大数据可以帮助我们获得更多信息，不应该发生问题。最早提出这个观点的，不是一个信息方面的专家，而是一个经济学家，他就是芝加哥学派的罗伯特·卢卡斯，理性预期学派的代表性人物。理性预期学说在宏观层面的应用就是货币政策中性，在微观层面的应用就是效率市场假说，即市场永远是对的，因为市场价格包含所有信息，所以股市波动永远是对的。

但是从实际角度来看，金融科技、信息、大数据在市场是怎么样的？我的初步判断是，金融科技的进步，使得市场上绝大多数人的信息都是比较充分的，但是，新的麻烦恰恰在于信息更加充分且趋同。金融市场跟商品市场不一样，其差别在于商品市场是有人制造，有人需要，所以它永远会匹配、撮合。而金融市场是有人看空，有人看多，则有交易。如果基于一致性信息导致一致性判断，在某个时点大家都看多，就出现了泡沫；大家都看空，就导致了崩盘危机。所以，一致性判断可能形成更大的波动。

2.预期可以被操控

第一，波动从何而来？波动来自预期。因为在金融市场上，我们永远在预判未来，但是，人工智能也好，大数据也好，逻辑上都基于历史信息以判断未来。我们在做任何经济或者金融模型的时候，最后都有一个随机扰动项（或者叫白噪声），它符合零期望和一定的方差。于是，真正的麻烦就在这儿。因为不知道随机扰动项的真实走向，一旦它偏离期望，市场就很容易崩溃。第二，预期容易被操控。有很多概念，特别是在风险投资领域，往往存在预期操控的现象。比如，一帮人用互联网概念造某种产品，开始是大家一致性看多，然后又一致性看空，到底能不能造出产品来已经不重要了，麻烦的是他们通过PPT（演示文稿）路演一下拿到了即使产业成功所获得的全部盈利也无法覆盖的资源。

所以，上面讲的两个因素导致危机没有办法消除，而且可能的情况是：越是大数据，越是发达的金融科技越会加剧危机。当然，金融的美妙性就在于此。这是一个悖论，因为我们还没有办法预判未来，所以金融市场会存在并活跃；将来会有一天，如果我们能百分之百预判未来，金融市场也就消亡了。所以，铁律是：不确定性导致预期，预期导致市场波动，预期失误导致风险，一致性预期错误导致危机。

3.危机来源于外部还是内部

我们在开放条件下经常讲输入型金融风险，也存在不少案例说明主要国家货币币值波动会引发另外一些国家的货币危机。但是，我们必须问一个问题：为什么每一次危机都在部分脆弱经济体发生，而不是无差异地在所有国家都发生？比如，1997年亚洲金融危机为什么在东亚几个国家发生，而没有祸及非洲？2018年，土耳其和阿根廷发生危机，为什

么中国同为新兴市场却安然无恙？所以，内部脆弱性是根本，外部因素是诱因。危机一定在处于临界状态的最脆弱的那些国家爆发，这是危机的典型特征。所谓内部问题，往往包括外债过多过高，金融业开放和资本项目可兑换程度高，贸易严重失衡和高通胀、低增长。表3-1列出了部分经济体危机的内外部因素。

表3-1 部分经济体危机的内外部原因

时间	国家	危机类型	内部环境	外部冲击	政策环境
1982—1983年（拉美债务危机）	墨西哥、巴西、阿根廷、智利、委内瑞拉	外债危机	生产力水平低下，经济结构单一，低储蓄率，低储备	美联储加息，美元升值	依赖外债发展经济
1997年（亚洲金融危机）	泰国	货币危机	资产泡沫，不良债权，巨额对外贸易逆差，汇率高估	国际炒家做空泰铢	固定汇率制度
1997年（亚洲金融危机）	韩国	外债危机	短期外债过高	外资撤离	金融业开放过度，银行跨境融资监管不当
2017年（新兴市场动荡）	阿根廷、土耳其	货币危机	贸易、财政双重赤字叠加外汇储备不足	美联储加息，政治摩擦	金融业开放和资本项目可兑换程度高

（二）金融脆弱性和风险跨境传染

在开放条件下，金融的脆弱性变得更致命。这是因为，在全球金融市场高度关联，跨境资产持有成为常态的背景下，传染是一个必须认真应对的问题。我们归纳了国际金融市场上风险传染的四种形态。

一是共同债权人传染。如果不同的债务人具有一个同样的债权人，则其中某一个债务人出现问题，可能会导致债权人的损益表和资产负债表失衡，此时，该债权人为了自求平衡或应对最终债权人的兑付要求，不得不抛售“优质”资产，那么这种抛售行为会导致其他债务人无辜受损。在欧元危机的时候，由于大家不相信希腊，所以不相信整个欧元体

系，本来其他经济体可能是健康的，但因此而发生被危机传染的问题。

二是共同基本面冲击。比如大宗商品暴涨或者暴跌具有共同性，使所有依赖此种商品的国家收支可能失衡，并进而出现汇率急剧贬值。

三是美元和流动性风险。美国搞量化宽松，外溢效应会导致中国这样的经济体出现资产价格暴涨和通货膨胀；反之，当美国退出量化宽松，许多国家由于美元升值而出现本币贬值，甚至出现本国资产价格向下重估。

四是风险溢价传染。这是指地缘政治风险、突发事件和风险情绪的传导。比如由于中东部分国家的政治和外交局势紧张可能使整个地区金融市场及其货币都陷入异常波动状态。

（三）应对国际金融风险传染的全球共识

针对国际金融风险传染，国际货币基金组织等机构长期跟踪研究，观点持续演进。在20世纪八九十年代，国际上的主流观点相信市场竞争是根本性的制度安排，越开放越有利于“强身健体”，只有通过竞争才能培育竞争力，温室里的花朵是经不起狂风暴雨的，因而在金融市场的政策建议上更倾向于放松管制。经历了1997年亚洲金融风暴和2008年全球金融危机，美国和欧洲这两个最发达的经济体和金融市场中出现了金融危机，系统性风险在全球范围内蔓延。研究者发现，一个国家的信用扩张和资产价格可以通过汇率传导，对其他经济体的流动性、预期和泡沫产生影响，而这一切的通道是基于套利的跨境资本流动。所以，国际货币基金组织和经济合作与发展组织都提出了新的观点。国际货币基金组织资本流动在为一国带来利益的同时，也可能造成系统性风险，因此要有宏观审慎的政策框架（见图3-2）。经合组织认为成员国需要遵守资本自由流动规则，但可以根据特殊情况来特殊处理。于是就在管理理念上出现了创新，有了一个相对复杂的宏观审慎管理的框架。

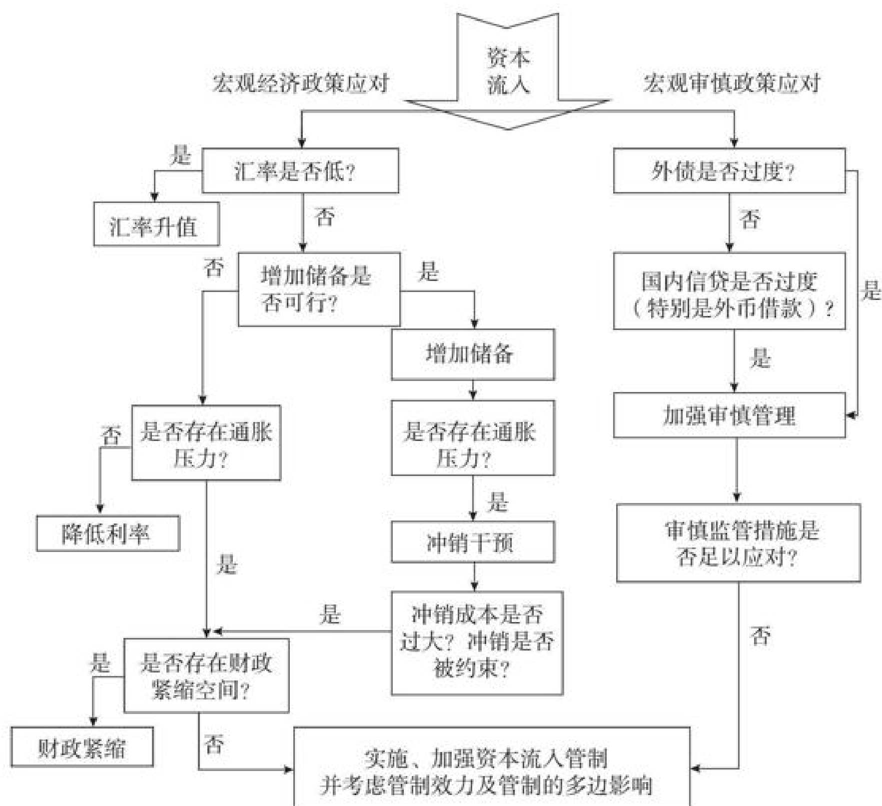


图3-2 国际货币基金组织跨境资本流动的宏观调控与宏观审慎管理

所谓宏观审慎管理，着力做两件事。

一是逆周期管理金融市场的系统性波动风险，这是具有系统性的风险传染。管理的目标是整个金融体系不能出现周期一致性行为，这叫羊群行为。一致性狂热或一致性恐慌都是有问题的，每当它出现的时候，你一定要有相关工具。比如房地产过热就要降低贷款价值比（LTV），不能有这么多贷款，要降低负债率。股票市场出现问题的时候，就要动一动相关货币工具，目的并不是搞货币政策，而是要收紧或给予相关流动性。比如中国曾经出现债市的钱慌，中央银行就要搞紧急专项借款。它第一类针对的是总体的一致性的行为，要做交易对手方，大家都要买的时候卖给你，大家都要卖的时候我收。我绝对不是指中央银行进入股票市场，我说的收和放一定是间接的。它是通过流动性的调节，来引导大家对于相对基准价格变化之后一系列金融资产价格发生变化，就是利率是基准价格，无风险金融资产回报，决定了一系列有风险金融资产的回报。所以大家不要误解，我坚决反对中央银行直接持有股票，这会有

巨大的道德风险。

二是管理系统重要性金融机构，这是道德风险的根源。金融机构系统的关键是安全，一旦出事会使得整个体系崩溃。研究同样发现，“大而不倒”是道德风险的一个重要来源，大了不怕倒，倒了有众人扶，因此，这就把风险转嫁给整个社会，并且机构就天然存在做大的内在动力。

（四）中国的实践

习近平总书记在2019年2月十九届中央政治局第十三次集体学习上的讲话中指出：“要运用现代科技手段和支付结算机制，适时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量，使所有资金流动都置于金融监管机构的监督视野之内。”如果我们能做到这一点，就可以更加大胆地开放，让实体经济贸易和投资进一步自由化和便利化，使金融机构只要在合法合理的范围之内就可以经营。宏观上的稳健、管理风险能力的有效提升是微观实体健康运行的重要保证。

一是历史上的经验教训是推动我们优化政策的重要参考依据。2015—2016年出现过高强度的挑战和冲击，弄得不好就可能像阿根廷和土耳其一样出现危机。当时海外做空势力用各种各样的依据来看空我们，比如说经济基本面不能支撑人民币汇率稳定，包括我们地方政府的融资平台问题、隐性负债问题、国企高负债率问题、宏观杠杆率过高问题和银行隐性坏账问题等，都拿出来说事。但是我们成功了，储备确实降了一些，人民币汇率相对比较稳定。主要就是多措并举，包括可以进一步市场化，波动区间从以往的正负1到正负2，市场吸收能力进一步加强。

二是基于对金融市场规律的认真研究，我们的跨境资本流动宏观审慎管理逻辑逐步清晰，管理框架持续完善。一方面，在外汇市场上不能出现“羊群行为”，要能有效管理预期——避免市场陷入“汇率预期下行—资本外逃—储备陡然下降”的负向螺旋。另一方面，系统重要性外汇交易主体也是跨境资本流动宏观审慎管理的重要观察点。需要说明的是，管理不是管大，而是管“异常”——不具备真实需求背景，容易形成恐慌性牵引，这是不利于市场平稳健康发展的，也容易对具有真实需求的经济实体构成负向外部性。此外需要特别强调的一点是，宏观审慎管理绝不能倒退到“资本管制”的老路上。国际货币基金组织有跨境资本流动原则性框架，它同意宏观审慎管理，危机时期要有专门相应的工具，这一点跟中国人民银行国家外汇管理局是完全一致的。在今天开放的条件下，

我们坚决反对资本管制，因为资本管制就等于退回去了。总书记讲我们不能走封闭僵化的老路，也不能走改旗易帜的邪路，这两句话要同时说。在外汇管理上，实际上就是既不能走放任危机的邪路，也不能走资本管制的老路，党的十九大提出的“促进贸易和投资自由化便利化”是外汇市场建设的根本立足点。

（五）小结

一是经济基本面稳定是管理开放风险的定海神针。开放和创新是活力之源，它可以带来直接融资以及更广泛的资源配置。但是，开放会带来各种风险冲击和传染。不过，我们必须明白，要素配置调整是实体经济结构优化的一个基本手段，基本面要有竞争力，必须经历要素配置优化。只有基本面稳健持续健康，外汇市场才能经受风险冲击。

二是监管重在规则和技术。我们仍然需要优化准入前国民待遇加负面清单的管理规则，进一步推动“放管服”改革：只有管得住、服务到位，才能放得开；只有大力推进功能监管和行为监管，才能确保不存在监管漏洞和真实做到消费者保护。在技术层面保障识别准确性、工具适用性和成本可控性。

三是平衡货币政策总量性与结构性。由于信息技术使用越来越精准，所以货币政策结构性的做法会越来越多，定向性措施会越来越细分。我们需要明白一点，任何结构性做法都可能因“厚此薄彼”而导致道德风险。结构要优化，但通过总量调节所形成的资源配置或许更具竞争上的公平性，也更加有助于形成有竞争力的经济基本面，毕竟，基本面仍然是绝对金融波动的主因。因此，不能太迷信监管，也不必太担心外部冲击，关键是我们是否具有一个足够有竞争力的经济基础。

最后，一切系统性风险都会体现在外汇市场上的货币稳定性，也就是汇率危机上。

五、结语

我在本文中实际讲了三个关键词——开放、金融、货币。

第一，在经济学意义上，开放，意味着资源配置范围扩大和可选方

式的增加，但同时也意味着复杂性上升和风险管控难度加大。

第二，金融的本质是资源配置，开放条件下的金融是在全球范围内的资产选择，是对技术和生产方式的预期及决策行为。简单来说，某种技术、生产方式和市场发展前景被看好，则意味着有竞争力和吸引力，所以才具有融资价值。跨境资本流动的本质含义就是从金融要素供给侧形成激励和压力——只有不断提升技术结构、优化产业结构，才能获得可持续的融资青睐。

第三，开放条件下的货币具有内生性。货币的稳定性是结果，尽管我们可以做出稳定货币的努力。货币稳定性由两个标志性价格指标体现——对内体现为利率，对外体现为汇率。尽管在学术上，利率和汇率都被作为可以由中央银行决定的外生变量，但在实践中，利率与汇率往往是货币市场供求的结果而不是原因。在此，我的确承认货币的价格具有需求管理的政策工具作用。一个经济体的利率、汇率变化及其均衡水平，在开放条件下，实际上意味着整个世界对该经济体成长性和竞争力的衡量。如果一个国家有成长性和竞争力，全世界都愿意持有这个国家的货币以及以该货币标值的资产，则这个国家的汇率和利率一定是稳定的。从根本上讲，货币市场、外汇市场出现异常波动，往往代表对基本面的怀疑。

总之就是一个概念，开放条件下我们有无限创新的可能，范围更大了，思考的复杂性更高了。但是万变不离其宗，经济基本面决定金融，金融供求决定货币的两个价格指标，因此，千言万语汇成一句话——金融必须依托实体，货币必须保持稳定。

---

[1] 作者于2019年5月23日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

改革预期的财政政策[1]

刘尚希

论坛成员、中国财政科学研究院院长

大家都关注财政政策，社会上对财政政策的讨论非常多，尤其在宏观经济学里，财政政策更是需要探讨的问题。从当前我们国家的现实情况来看，财政政策怎么改善预期？怎么起到作用？这些正是财政政策需要研究的问题。

过去对财政政策的理解，可能都是基于凯恩斯的分析框架。财政政策的作用是扩大社会需求，主要是通过投资，这些都好理解。但是，从改善预期的角度来理解就相对困难一些。财政政策不仅可以扩大有效需求，而且可以降低企业的成本负担，还可以改善预期，这与财政政策的具体内容和实施方式是密不可分的。财政政策有综合性的作用，但综合性的作用不是无条件的。财政政策的有效性都是有条件的，如果不清楚它的有效条件，财政政策要想达到预期的目标就很困难。

我围绕这个主题来讲，主要是从宏观经济形势入手，来探讨当前的政策选择。这个问题离不开对宏观经济形势的分析。2019年4月17日全国政协开会探讨2019年第一季度宏观经济形势，同日《央视新闻1＋1》栏目请我解读第一季度的宏观经济形势问题。到底怎么样来观察经济形势，基于经济形势怎样选择政策呢？这是一个复杂的问题。

一、传统的分析框架已经不相适应

过去我们有一套分析框架来观察经济形势，这套经济分析框架大家也熟悉，就是“三驾马车”的分析框架。“三驾马车”讲的是消费、投资、进出口，很多人认为这“三驾马车”是并行拉车往前走，形成了拉动经济增长的三大动力。实际上，“三驾马车”的分析框架作为宏观经济学的重要内容与当今现实已经不太吻合，或者说它已经很难真正解释现实。尽管我们在观察分析形势的时候，总是不由自主地在看消费、投资和进出口这些指标，以此来判断经济形势的走向。一般认为只要消费增长、投

资上升、出口扩大了，经济形势就好转了。

消费、投资、进出口这些经济指标，到底是经济增长的原因还是经济增长的结果呢？大家可以探讨一下。从国民经济核算的角度来看，按支出法，GDP可以分解为消费支出、投资支出，再加一个进出口的差额。分解出来，从做账的角度来看是可以做平的，所以在这个意义上，无论怎么样，消费、投资、进出口顺差扩大都意味着经济增长。反过来说，经济增长会表现为消费增加、投资增加或者顺差扩大。我认为，这个分析框架很难解释当前的现实。因为借着结果的指标，去分析未来的变化情况是不靠谱的。现在经济运行的一个基本特征是不确定性。不确定性这个概念早就有了，在凯恩斯的货币理论、《就业、利息和货币通论》里面都提到了不确定性。现在的宏观经济分析框架都是基于确定性思路建立起来的，并不是真正纳入了不确定性。

凯恩斯也分析了很多预期问题。他在三大心理规律中，都讲到了心理预期，但这些在宏观经济分析框架里都被当作外生变量。从现实来看，不确定性不是外生的，而是内生的，这就涉及对现在的经济运行的判断。这种判断不是短期判断，不是所谓长期判断，也不是局限于经济系统本身的判断，而是对整个人类社会发展阶段的判断。人类社会变化的速度越来越快，内生的不确定性越来越大，这是相互关联的。传统的农业社会可能二三千年都是一个样，其变化是以千年为单位的。工业社会在二三百年间变化却很大，是以百年为单位的。现在人类社会已经进入了信息社会，可能过十年就变了一个样子，是以十年为单位的。人类社会的变化速度在迅速加快。

大家回忆一下，20世纪90年代初期，“大哥大”是老板手里才有的东西，一部手机价格不菲。十几年前还没有智能手机，也没有移动支付，而现在连街头的乞丐都用手机扫二维码乞讨。现在的变化，不是过去所讲的一般意义上的变化，而是带有加速度的变化。以十年为单位的人类社会变化，基本结果就是内生的不确定性越来越大。传统农业社会的不确定比较小，到了工业社会不确定性变大了，但相对来说也不用过多考虑。所以在工业社会时期形成的经济学，基本上把不确定性当作外生变量来处理。进入信息社会，再把它当作外生变量来处理就不行了。

如果现在观察经济形势，再沿用过去的确定性思维，用老一套的思维和分析方法，就相当于照哈哈镜，看到的经济景象可能会失真，有很多东西都看不到，尤其是风险。风险是不确定性带来的，如果没有不确

定性思维，即使风险就在身旁也看不到风险。传统的分析框架不是风险决策理论，在微观领域讲风险决策，是基于市场领域。对于政府来讲，如何适应人类社会发展的快速变化，在内生不确定性越来越大的条件下，宏观政策怎么选择、怎么决策，这是一个大的问题，也是一个新问题。

经过初步的研究，我认为应该有一个公共风险分析框架。因为公共风险决定了宏观政策，而公共风险来自不确定性，这与风险社会的不确定性特征相吻合。从现实来看，宏观政策怎么选择？取决于公共风险的大小。公共危机，比如经济危机、金融危机，用公共风险的理念去分析，就可以这样来理解：过去的公共风险变成了事实——公共危机。这个事实可能会进一步演变，那就是导致未来的公共风险。所以基于公共风险的观察跟传统的实体理性不一样。实体理性是确定性存在，而公共风险的观察是建立在虚拟理性的基础上，并没有确定性存在，这就属于哲学问题了。

风险是什么？肉眼并不可见，因为风险讲的是一种可能性。公共风险指的是对整个社会共同体带来损害的一种可能性，这跟市场的风险、企业的风险、个体的风险不同。虽然都叫风险，但是性质完全不同。公共风险既是我们需要去防范化解的对象，更是一种思维方式、一种观察研究问题的方法。通过这种方法去观察这个现实世界，就可能看到共同体面临的风险。公共风险不仅仅在经济领域，在社会领域、国际领域各个方面都存在，它是相对于企业、家庭、个人等个体风险而言的。所以讲公共风险，讲的是整体概念、宏观概念、群体概念、共同体概念。

公共风险不限于经济领域，还可能会涉及社会领域、生态环境领域等。这些领域的公共风险可能转化为经济风险，变成经济的公共风险。而经济领域的公共风险，也能转化为社会领域甚至政治领域的公共风险。正因为风险不是实体的存在，所以它可以转化，可以穿越，它没有边界。所谓不同领域的公共风险是人为贴的标签，其实它可以在各个领域呈现出来。因此，我们观察经济形势，看待社会变化，制定改革政策，需要一种新的认识。

不确定性问题早就存在，但不确定性到底意味着什么，并没有说得很清楚。这个世界的本质恰恰是不确定的，但传统的科学理论告诉我们是确定的。牛顿的经典力学告诉我们，这个世界、这个宇宙是确定的。到爱因斯坦时开始变了，观察者和被观察对象是一体的，改变了原来二

者分离的研究框架。但他认为，整体来说世界还是确定的，他的一个名言是“上帝不会掷骰子”。到了量子力学以后，就彻底改变了，人们认为这个世界的本质就是不确定的，上帝就是在掷骰子。从物理学到数学，都发生了变化。获诺贝尔奖的普利高津写了《确定性的终结》一书，他解决了热力学与生物进化的冲突问题，构建了“耗散结构”理论，他认为确定性终结了。这就是对整个世界的看法。

在人类社会，在经济系统，这种不确定性毫无疑问更容易被感受到。在自然界，我们感受到的更多是确定性。比如太阳从东边升起，从西边落下是固定的；月亮绕着地球转，地球绕着太阳转，太阳带着行星在银河系里转，它们都有自己的轨道，这似乎也是确定的。现在的科技成果都体现在确定性上，比如说精准的预测，导弹的精准打击。但是，这些只是在一定时间空间里“构建”的确定性。面对不确定性，人们需要确定性，不然就会六神无主，坐立不安，感到恐惧。人类心里的恐惧就是源于不确定性。所以人们总在是追求生活安稳、安居乐业、安定平和，心里不能老是七上八下。人总是要构建一种确定性，哪怕这种确定性是虚无缥缈的，对人类来说也很重要。

我们在不确定性的世界里面构建确定性，和在一个确定性的世界里面发现不确定性，这是不一样的。过去认为，这个世界整体上是确定的，只要找到了规律就能预测未来。但其实所有的规律都在特定的时空条件下存在，并不是无条件的。不谈条件去谈规律等于没有谈，也等于没有规律。抛开条件抽象地谈规律，是没有意义的。在人类的经济社会活动当中，恰恰很难找到自然界那样的规律。即使找到了规律，也是基于特定条件的规则、定律、定理等。要有一个时间空间条件链，那些定律、定理才会有用，经济学更是如此。我刚才说，农业社会以千年为单位来度量变化，工业社会的变化是以百年为单位，现在信息社会的变化是以十年为单位，在经济系统里大家想想它的变化该有多大。但我们的教科书上所讲的原理定理是什么时候的？好多都已经过时。用几十年以前的知识来看现实已经不管用了。现在特别需要创新，包括思维创新、知识创新、制度创新、技术创新、模式创新等，这些问题涉及哲学。我之所以谈这个，是因为涉及后面的一些分析，如果不把不确定性的问题做个交代，后面涉及的预期问题，大家可能就会当成一个阶段性的现象，当成一个外生变量来看待。那样的话，改善预期的财政政策可能就是现在需要，以后就不一定需要了。

从世界是不确定的本质来看，稳预期、改善预期、引导预期就成了今后宏观政策最重要的功能。如果没有这样的功能，尽管可以从其他方面来解释，但宏观政策基本上都会失灵。因为现实世界的不确定性在不断发生。过去讲天有不测风云，是因为过去我们对天气变化无法掌握，但大体上还是有规律可循的，至少一年四季的冷暖雨雪是可预期的。现在看经济、看社会、看全球，就很难用过去的思维和方法去判断和预测，可以说越来越测不准。不确定性的事件本身就是测不准的，所以量子力学里有一个测不准原理。不是说工具不行，而是工具再怎么改变也测不准，因为问题的性质就是这样，世界的本质就是如此。

举一个简单的例子，测水温。当测水温的时候，温度计插在水里的时候就已经改变了水温。如果不需要那么精确，那么测量结果就大致正确。这就涉及主观和客观的问题。长期以来，主观和客观是对立的，观察者和被观察者是分离的。现在的自然科学研究已经发展到了主观和客观是一体的，观察者与被观察者不能分离。爱因斯坦的相对论，就提到了观察者与被观察者不能分开。在主观与客观的问题上，现代的话语体系依然把客观当作与观察者没有关系且独立的外在东西，不以人的主观意识而变化转移。经济活动是不是这样？金融活动是不是这样？其实不是这样的。越是观察它，它越是变；越是预测它，它越是变，所以预测不准。

这就是说，我们要对现在的宏观经济有一种新的认识，不要老是把它看作客观的现象。这就意味着，像观察自然界、研究自然规律一样，去研究经济学、研究政策，是行不通的。我们需要用新的方法来观察经济形势，重新考虑这个政策选择的依据是什么，政策制定、政策调整到底依据什么。以往不存在的问题，现在已经出现并不断变化。我认为现实的决策要更多考虑公共风险问题。比如全国两会提出大规模减负降税，其实就是风险导致的，即经济下行的风险。在两会工作报告里，讲到经济面临着新的下行压力，经济下行就是公共风险。对企业来说，对个人来说，对家庭来说，有办法改变吗？无能为力。经济下行意味着收入减少，意味着一些人失业，意味着越来越多的企业破产。在这种环境里，所有的企业都有可能倒下，倒下的可能不是一个两个，而是一大片。这与市场领域的风险是完全不同的，市场竞争有生有死，优胜劣汰，这是一种常态。市场机制就是因为有优胜劣汰，所以才会优化资源配置。但是当这种风险溢出变异为公共风险的时候，就完全是另外一番景象了，企业就没有办法根据优胜劣汰的规则去生存，优质企业也有可

能倒下。

二、当前宏观经济的基本特征和宏观经济状态

从不确定性的视角来看，当前宏观经济的基本特征变数太多，难以预期，实际上就是有不确定性。用传统理论来看，现在是产品过剩，即需求不足。好比和面，面多了水不够，多加水似乎就行了，这是需求不足导致的供需不平衡论。有人说这是规律性的周期性现象，现在不用管，过一段时间自己就变好了。还有一种说法是，政府的干预就是为了避免损失太大、波动太大、危机持续过久。还有人认为，这是供给结构的问题，供给的总量、供给的结构出了问题，所以提出供给侧改革。

当前确实是供给出了问题，因为市场整体的消费需求升级了，尤其是一些高端消费，它们是外流的，外流的规模达到万亿美元。需求满足不了，说明供给没有相应跟上。生产资料也是如此，比如我们是世界上的钢材生产大国，产能占到世界的一半以上，但是一些高精尖钢材品种我们却生产不了。有这样的需求，但是提供不了相应供给，从这点来看是供给侧出了问题。

这就提出来一个有趣的研究课题。从经济学的常理来说，供给侧要有需求来引导，有需求就会有相应的供给。但为什么现在有需求却没有相应的供给？这不是很奇怪吗？我们只能说是供给对需求的响应机制出现了问题，看不到这种需求，或者说看到了也满足不了。为什么看不到？为什么满足不了？因为我们的经济本身出了问题，这与市场规则、市场监管等有联系。

有的企业看到了新的需求，希望通过创新去调整供给，满足新的需求，但难以做到。这就涉及知识产权保护的问题。有的企业创新产品刚刚推出来，很快就被别人模仿，模仿的生产成本更低，结果企业的创新成本还没有收回来就被冒牌产品击垮了。在这种环境中怎么创新呢？大家都去模仿，就只能在一个低水平上循环，在低水平上扩张，一直扩张到卖不出去，严重过剩。还有一点，政府需要做的事情，比如技术标准的制定进展缓慢，会导致低标准的生产，低端供给无法满足高端需要；标准更新缓慢，也会使生产无法跟上消费升级的步伐。这里面还有社会因素的影响。比如人们常说要凭良心做事，现在有多少人做事在凭良

心？现在医疗、教育、装修、建房等，应当说监管非常严，在这么严的情况下还会出问题。如果只是为了钱而不讲良心，监管再严也做不出什么高品质的东西来，那么高质量供给就会很难，这是社会因素。这些都会导致供给无法跟上需求的步伐。

现在面临的不确定性太大了，企业难以有长期打算。对企业来说，难以预期，更难以长期预期。企业要培育一个品牌，不确定性太大了；要去创新，不确定性太大了。因为风险太高，尤其是高端产品的风险成本无法承受，或者成本投入可能收不回来，在这种情况下一般人都会放弃创新，放弃长期打算。所以当社会规则，比如讲诚信、讲规则、讲良心这类工商业的基本规则被破坏以后，经济交易、生产活动的不确定性就会越来越大。大家干什么都不放心，到医院看病不放心，到饭店吃饭不放心，孩子到学校上学也不放心，买菜自己回家做也不放心，这就是不确定性太大了。没有放心的事情，这还不是不确定性吗？所以当不确定性在急剧扩大的时候，创新就很难出现，供给的质量就很难提高。从这个意义上讲，当前面临的问题都是不确定性迅速扩大所带来的。

2018年7月，中央政治局开会分析判断经济形势。正是基于现实中的不确定性在迅速扩大，会议提出首要的任务是稳，所以提出了“六稳”政策，这也表明经济运行面临着巨大的不确定性问题。2018年底中央经济工作会，说经济是“稳中有变、变中有忧”。从“稳中有进”到“稳中有变”，再到“变中有忧”，中央提出了“六稳”政策，强调要有底线思维，这意味着无论是从国内还是从国外来看，无论是对于市场主体还是社会主体，经济社会的不确定性都在放大。

这种不确定性随时存在，问题是当前的不确定性已经溢出了市场。什么叫溢出了市场？市场就是一个经济游戏，其本身就需要这种不确定性。就像我们打扑克牌，四个人也好，六个人也好，八个人也好，输赢事先谁都不知道。打牌的乐趣就在于结果的不确定性，不知道谁输谁赢，所以大家就乐在其中，这就是不确定性的魅力所在。如果一切都是确定的，怎么优胜劣汰呢？怎么竞争呢？引进市场机制，也可以说是引进一种不确定性。在计划经济条件下一切都是确定的，全给规定死了，大学生毕业由国家分配工作，甚至结婚生孩子都要有指标。企业生产什么、生产多少、怎么生产，都是上面按计划规定好的。你生产的东西卖到哪个地方、哪家企业，这些都是确定的。在计划经济条件下几乎所有都是高度确定的，整个经济社会的生产生活都是通过计划规定好的，大

家没有自由创新的空间，也没有主动性和积极性，更谈不上什么创新性，所以效率低。引进市场机制就是引进了一种经济游戏，让大家在经济游戏中获得乐趣，这符合人的天性。所以我们的吃饭问题很快就解决了，穿衣的问题也解决了，我们的生活改变了，生活水平提高了，国家综合实力也增强了。

问题是这种不确定性溢出市场，导致出现公共不确定性。就像你正在打牌的时候，忽然发生了地震，整个房间都在晃动，这个时候你还能继续打牌吗？肯定得赶紧跑，这就是不确定性溢出了市场。在这种情况下，没有人去搞生产，更没有人搞投资，也就谈不上创新了。大家都在争相逃跑，看谁跑得快。当不确定性溢出市场的时候，就要靠政府来控制这种公共不确定性，防止蔓延成危机。比如现实生活中发生的一些踩踏事件，其起因是“天下本无事，庸人自扰之”。某一个信息被人误解之后放大，而且这种不确定性越放越大，直到恐怖的地步，最后造成大家争相逃跑相互踩踏，导致严重的伤亡。回溯那些恶性的踩踏事件，是真的有炸弹存在吗？不是。甚至没有任何严重的危险性因素，只是因为信息严重不对称，或者是人员流动的方向出现了对冲。不确定性的急剧放大所导致的“经济踩踏”，就是经济危机，而“金融踩踏”的结果就是金融危机，会导致整个社会损失惨重。这在股市表现得最为明显，当股市下跌时争相逃跑，越跑股市跌得越快，越跌大家越跑，恶性循环，螺旋式下行，经济危机也是如此。

中央提出“六稳”政策，说明经济社会的不确定性已经很大，而且溢出了市场。这种不确定性我称为公共不确定性或宏观不确定性，它跟微观的不确定性不一样。微观不确定性可以不管，那是企业自己的事情；微观不确定性带来的风险是市场风险，应该由市场主体自己去应对。而宏观不确定性会引发公共风险，甚至公共危机，需要政府出马。

我们怎么去理解当前的不确定性在放大呢？放在特定的时间空间来看，中国作为世界第二大经济体正处于经济转型、社会转型时期，经济社会的转型本身就意味着秩序的重构，社会主要矛盾在变化，在这个阶段不确定性就变大了。现在我国和第一大经济体（美国）又发生了碰撞，这种碰撞可不是一般性的贸易摩擦，现在是一种战略决战。在这个层面上博弈，关乎国家的命运，这种内外因素叠加，不确定性也就放大了。

比如，过去发展经济，几乎不用考虑生态环境的问题。现在企业的

经营中，生态环境成了硬约束，环境污染达到一定的程度，企业是要负刑事责任的。过去没有听说污染环境要负刑事责任，这种硬约束明显越来越大。约束越多，面临的不确定性就越大。

中国作为第二大经济体，体量越大，面临的不确定性也会越大。为什么？体量越大意味着需要更多的资源投入，单凭国内的资源是不够的。比如铁矿石、石油的对外依存度都在60%以上，而且越发展对外部资源的需求就会越大。地球上的资源有限，一个国家买的多了，其他国家的份额就会减少。体量越大，其产出也会越大，就需要更大的市场。但地球上的市场就这么大，产出大到国内市场无法消化，就需要卖到国际市场。我们有很多东西，其产量占世界的一半甚至还多，不仅仅是发达国家，发展中国家也会针对中国发起各种各样的反倾销诉讼，贸易摩擦也会越来越多。体量越多，意味着吃得越多，吃得越多意味着污染排放物越多，而环境容量有限，所以我们的空气、土壤、水体等都出现恶化，这些问题已经影响到我们的生存，同时也带来了不确定性。这种不确定性从经济领域放大到整个社会领域。

当我国成为世界第二大经济体的时候，我国的快速增长本身就会带来越来越大的不确定性，这种越来越大的不确定性是我们以前无法想象的，也是无法预见的。外国人看中国的经济增长，简直就像看外星人一样，发展得太快了，不可想象。前几天我们跟世界银行的一个专家团队聊天，他们提出了一个“中国之谜”，意思是以外国的标准看中国，一切都是乱七八糟，企业有问题，银行有问题，财政也有问题，但从结果来看都还不错，他们感觉无法理解、无法解释。外国人看中国就像在迷雾中看一个事物，总是看不清楚。在他们看来这是一个悖论，本来不可能出现的结果，竟然出现了，觉得不可思议。大家也可以研究一下“中国之谜”，看看到底是为什么。这些问题我们还没有基于中国的实际、实践，上升到理论层面去解释。相反是外国人，或者说是中国人引用外国的理论体系或分析方法来观察中国。中国的发展，跟特定的轨道、特定的方式或者特定的道路是分不开的，当然这是另一个更加重大的话题。

放在全球来看，中国的外部不确定性和内部不确定性都在放大，这可以从很多角度解释。比如从追求人民美好生活的角度来解释，人民追求的就是确定性。生活需要确定性，整天提心吊胆过日子还谈什么幸福。不确定就不是幸福生活，哪怕睡在钱上面也没有幸福感。

在这个新阶段，新旧动能也在转换，转换过程中也有不确定性。我

们的改革方案出来了，但是却没有落实到位。国企改革问题、国资改革问题等都需要推进，目的就是要创新体制机制。创新体制机制的目的，在一般意义上讲就是确定性。体制机制抽象地说就是一种规则，这种规则形成了，大家按规则行事，不确定性就会大大缩小，就可以预期未来。最可怕的是，在没有规则的情况下，不确定性非常大，那就会人人自危，更不要说有什么打算了。体制机制的创新就是要确立一种规则，让不确定性缩小，让未来变得可预期。让不确定性回到市场领域之内，也就是回到一种正常状况，就不需要什么新的政策去干预了。

当前的宏观经济，不能仅仅看那些宏观指标，看消费、投资、进出口。这些指标都带有短期性，而且是结果指标，我认为根据这些指标无法判断宏观经济形势的变化和走向。任何一个国家的宏观经济都有其历史底色，你在不清楚这个历史底色的情况下去看宏观经济形势，就只能看到一些表面现象，只能做数据游戏，把数据分析来分析去，看数据是涨了一点或是跌了一点，这种数据分析没有什么意义。所以观察宏观经济形势，要把整个社会放在一定的发展阶段来看，要把这个发展阶段放在全球来看，只有这样才能真正看清楚当前宏观经济为什么是这样，它的趋势是什么。

当前宏观经济的基本特征就是不确定性凸显。那么它的风险在哪里呢？

第一，经济增速下行的压力，这是一种公共风险。这种公共风险每个人都能感受到，每个企业都能感受到，尤其在股市非常明显，但是对个体来说是无能为力的。这种经济增速下行带来的公共风险，是供给与需求的脱节，投资品也好，消费品也好，都是如此。供给与需求脱节的主要因素在供给侧一方，或者用传统的话语来说，主要矛盾或矛盾的主要方面还是在供给。供给侧矛盾的主要方面意味着市场化改革没有到位。就像在打扑克牌，有的人偷牌，有的人看别人的牌，有的人作弊，因此有的人总是输，有的人总是赢，这样玩肯定是玩不下去的，所以就有人要退出市场。还有垄断的问题。比如你们跟领导打牌，领导说怎么出就怎么出，你出错了就是错，领导出错了就不算错。在这种情况下你敢跟领导叫板吗？如果你不叫板，这个游戏怎么能玩下去？这就类似于行政权在干预经济，你毫无办法，不能按照市场机制来办事。

我们的经济能否真正做到市场化？国企是否完全是市场主体？金融是否真的市场化了？金融机构和金融价格，比如利率是不是都做到市场

化了？我们的国有资源能否真正平等去获取？答案是否定的。这说明市场化改革的任务还没有完成。我认为这是导致供给与需求脱节、供给响应失灵、供应跟不上需求步伐的体制性问题。整个潜在增长率在下降，全要素生产率在下降，经济增速也在下行。当然，这里面还有其他因素，比如到了一定的阶段是不是速度自然就慢下来了？刚才说我们的体量大，需要的资源多，但世界上不可能供给那么多资源；产出多，市场竞争的程度也随之提升了。此外，总是生产低附加值产品，高附加值产品不多，品牌产品不多，在这种情况下经济自然会出现下行。这是公共风险，这种公共风险都能感受到。

第二，金融、地方债与房地产三角关联，这种风险非常大，而且非常危险。有些人还身在其中，玩得不亦乐乎。就像你在火车上，因为还没有找到座位，就急于找到，找到你的确定性。但前面的铁轨已经出现问题，可能这列火车要翻了，你身处其中，但对马上要发生的危险并不知情。金融、地方债与房地产的三角关系非常紧密，这在我们国家已经形成了循环，要解套，需要非常高的水平。

第三，高杠杆、高成本带来的脆弱性。比如债务依赖。越是依赖债务，杠杆就会越高。对企业来说，杠杆越高，财务费用就会越多，利润就会越少。利润越少自己的资金就会更少，为了维持生存就要去借债，形成恶性循环，推高成本。高质量发展需要付出高成本，比如说高端品牌，成本自然要高。培养一个高端品牌需要时间，一年两年恐怕出不来。还需要技术、研发的支撑等，都意味着需要成本投入。还有社会成本，比如说老龄化问题。在现代文明社会里，谁也不能说让老人自生自灭，这些都会转化为企业成本，社会保障缴费率的高低也是一个难题。2019年的全国两会已经提出，把养老缴费率从20%降到16%。另外，现在的环境也到了非治不可的时候，再不治的话，别说发展，连生存都会出问题。所以高成本是不可逆的，我们说降成本，要分清楚哪些成本可降，哪些成本不可降，不能笼统地说降成本。高质量发展有些成本要扩大，否则就没有高质量。

第四，贸易战引发的风险和国际政治的风险。这些公共风险越大，就会使预期越来越不清晰，变得很迷茫。人在大雾中迷失了方向感，越是迷茫越不敢动，所以经济活跃度（比如投资、消费）就会下降，企业开工率下降，生产下行，大家都在观望，更不要说投资创新了，这些会导致经济进一步下行。当经济下行等公共风险越来越大的时候，预期就

会越来越差；预期越来越差就会导致公共风险越来越大，而且是从微观上升到宏观。在这个时候，就需要政府出马来调整政策。

三、财政政策应该如何调整完善

财政政策要更加积极有效。过去是“三驾马车”的分析框架，从需求管理的角度来说，有了需求缺口，政府就通过赤字发债创造需求。但现在面临的不是需求不足的确定性问题，而是面对不确定性需求，我觉得这个时候要从风险角度来考虑。财政政策制定调整的基本依据，就是公共风险与财政风险的权衡。比如经济下行是公共风险，财政就要减税，适当扩大支出，于是财政风险就扩大了，如果应对不当，财政就可能出现危机。财政出现危机反过来会加剧经济的不确定性，形成恶性循环。

当前面临的问题是，不确定性扩大引发了公共风险，我们要从公共风险方面去防范化解。但防范化解的过程中，一部分风险转移到了财政身上，变成了财政风险。从收支的角度来看是赤字问题、债务问题，这只是一个结果。光从数字来看，似乎跟需求管理没什么区别。这只是看到了现象，实际上有本质的区别。财政最终都会表现在收支、赤字、债务等一系列数字上，离开收支账本就无法谈财政。面对公共风险，一个重要方式是通过扩大财政自身的风险，把一部分公共风险转移到财政身上。大家知道，企业的杠杆可以转移到政府身上，而公共风险转移到财政身上就变成了财政风险。要保证财政可持续，就要权衡、拿捏好，不能过度使用作为吸纳公共风险的工具的财政风险。如果财政一点风险都不敢担，只考虑自身，那么公共风险就会变成公共危机，最终财政也要出问题。更重要的是，作为消防队不去救火，那它就失去了存在的价值和意义。财政的基本职能就是维护社会共同体的稳定和发展，应对公共风险是财政的天职，是人类社会发展出来的一种制度安排，也是防范化解公共风险的一种机制。

欧洲历史上出现过这种反转现象。本来欧洲财政状况不错，2008年美国金融危机传到欧洲，引发了欧洲的金融危机、经济危机。靠财政去救，结果赤字率一路飙升，债务负担非常重，一些国家几近破产。后来又转回来用一些方法救财政，如加税、缩减支出，一些国家（比如意大利）的老百姓就不干了。老百姓不同意加税，公务员不同意减薪，最后连警察都上街游行抗议，这就引发了政治危机。财政出现危机直接会引

发政治危机，反过来会加在经济身上，使经济危机更加恶化。

所以公共风险与财政风险，像阴阳一样可以反转，既相生也相克。财政风险作为一种政策工具，使用的时候要特别小心，因为它是一把双刃剑。过去说经济决定财政，财政反作用于经济。用不确定性思维来看，这种表述是有问题的，问题在于这是一种确定性思维。并不是在任何时候都是经济决定财政，财政反作用于经济，它是有条件的，有时候财政也决定经济，要看是在什么条件下。有人说要看长期趋势，但短期趋势和长期趋势也不一样。从历史上来看，很多时候是财政出了问题把经济搞死了，甚至还搞出了政治危机。中国历史上皇朝的更迭与财政都有密切关系，历史上的一些重大变化基本上都是财政的变化。

财政政策作为国家治理的重要手段，做出调整的基本依据就是权衡公共风险、财政风险。公共风险决定了财政政策调整的必要性，而财政风险决定了财政政策调整的可能性。政策制定直接从风险入手，把不确定性纳入分析框架，而不是当作外生变量。财政政策在当前形势下要更加积极、更加有效。何谓更加积极？从前瞻性的角度来说，针对不确定性，注入确定性。当看到经济循环中的风险链条形成时，政府就得采取措施，对一些风险链条进行隔离，尤其是对一些重点的企业采取相应的救助措施。2007年美国刚出现次贷危机的时候，政府也不打算提供救助。当美国财政部开始对一些问题企业提供救助的时候，很多经济学家，包括获诺贝尔奖的经济学家，联名写信说，不应该拿纳税人的钱去救那些企业。但是在巨大的风险现实面前，美国面临金融体系崩溃的公共风险，要把教科书的规则先抛在一边，把传统的价值理念暂时搁一搁。巨大的公共风险颠覆了既有的观念与规则。

隔离风险，救助一些金融企业、实体企业，这种行为最终都会体现在政府支出上。支出增加，同时也可以采取一些减税措施，让一些企业的负担减轻，尤其是让一些比较好的企业活下来，这样可以大大减少伤亡。至于该淘汰的企业就让它死掉，不能去救。有人说，减税降费是让所有企业活起来，这是一种错误的理解。让所有的企业都活起来，就等于让政府出来替代市场，优胜劣汰的机制就不存在了，这种积极的财政政策就是在帮倒忙。积极的财政政策是有限度的，要更加有效地体现在稳定预期、改善预期上，让好的企业开足马力生产，提升产能利用率。最好能改变企业的长期预期，让它们进一步扩大投资，研发创新，这样供给才能上去，才能更好地满足各种需求。

稳定预期是一个十分复杂的问题。过去我们很少提稳定预期，甚至曾经把预期问题当作心理学问题。西方有一个理性预期学派，提出理性预期跟心理预期不一样。理性预期学派基于如下判断：政府干预无效。它站在市场一边，主张市场自由主义。理性预期认为政策无效，政府不应去干预市场。但在不确定性超出了市场范围，公共风险不断扩大的情况下，毫无疑问就需要政府来化解公共风险，就需要政府来注入确定性。换句通俗的话说，就是增强大家的信心。国务院前总理温家宝曾经说过："信心比黄金和货币更重要。"当巨大的公共风险来临的时候，要避免公共危机，避免出现螺旋式的下行，就需要给经济打强心针，以此来增强大家的信心。

增强信心光靠喊是不行的，要有具体的操作手段。财政政策对扩大需求已经有了经验，形成了一套规则。而当前的关键任务和目标是稳定预期。这是新情况。以前财政没有稳定预期的经验，老套路都是需求管理的办法。通过赤字、债务去放水扩大需求是不是可以稳定预期呢？不一定。需求就在眼前，它是一个确定性的问题，而稳定预期针对未来，恰恰是不确定性的问题，所以两者采取的措施手段必然不同。从当前现实来看，并非缺乏现实的购买力，而是信心不足、预期不稳导致供给调整不力，供需之间循环不畅。对未来的看法，决定了当下的行为和选择。各种不确定性的叠加和扩散，是预期不准确的根源。积极的财政政策，应当发挥稳定预期的功能，这样才能注入确定性，稳定大局，最终实现公共风险最小化，让不确定性回归、收敛到市场内。

四、如何创新财政政策

第一，从总量性政策转向结构性政策。总量性政策就是过去的需求管理政策，比较好操作。转向结构性政策就比较复杂了。分配结构、供给结构、需求结构等都与财政政策相关联。结构性政策到底应该放在哪个方面？财政直接去调结构，其作用是有限的。当然，也不是说一点作用都没有。当市场依靠自身力量难以实现市场出清的时候，应用行政手段也无妨。不然出现严重的产能过剩，占用过多资源，效率低下，反而会危害整个经济。在这种情况下，财政就可以有所作为。

例如，在实施"三去一降一补"措施的时候，财政政策是与结构性配套的。有些去产能的企业，比如煤炭、钢铁企业，人员怎么安排？要由

财政掏钱。没有财政掏钱，去产能是办不到的。这就是结构性政策，虽然带有行政色彩，但主要靠财政来支撑。

一是政府、企业、居民之间的分配结构，与财政直接相关。2018年第一季度分配结构有调整，居民收入的增长超过了GDP，财政收入的增长低于GDP，税收收入的增长低于GDP一个百分点，个人所得税收入下降29%。财政收入减少了，意味着企业和个人可支配收入增加了。再进一步看，农村居民的收入增长快于城镇居民的收入增长，这离不开财政。为什么农村居民的收入增长比城镇居民快？比如脱贫攻坚，财政投入很大，其中一部分转化为农民的现金收入，还有大量对农村居民的各种各样的补贴。在农村居民收入里，政府财政转移的部分占比在不断提高。没有转移性收入的增加，农村居民收入增长快于城镇居民收入增长是有难度的。城乡收入差距在缩小，说明分配结构在优化，这就是结构性政策。

结构性的政策不仅体现在分配结构上，还体现在营商环境中。税收也是营商环境的重要维度。我国的营商环境在世界上的排位上升很快，2018年排到了第46位，2019年进一步提升至第31位。这与税收紧密联系在一起，当然还有其他维度，比如说企业开办效率、证照办理手续效率等，体现在需要多少天、多少个小时。这些以及正在进行的“放管服”改革，跟财政也联系在一起。

二是稳住就业。2018年的首要任务是稳就业，一个重要措施是扩大职业教育规模，招收100万中职、高职学生，目的是稳就业、改善就业。现在的教育结构存在严重问题，很多大学毕业生毕业即失业，社会上大量需要人员的职业和岗位招不到人，而社会上需求饱和的专业人员却严重过剩。这就是教育结构、人才结构出现了问题，宝贵的人力资源配置未得到优化。如何化解教育结构性矛盾？需要调整教育经费的使用方向。这属于社会性结构改革的内容，也是社会结构性政策。优化调整支出结构，促进相关方面的结构调整，是非常重要的财政责任。

三是养老问题。国家的负担、企业的负担和家庭个人的负担怎么均衡，是财政的结构性问题，也是结构性政策。2019年全国两会明确企业养老缴费率可以下调到16%，这个缺口谁来补？当然是财政来补了。现在有一些省份的养老金已经穿底了，东北一些城市的财政已经很脆弱，在借贷发放养老金。我听说有些城市借了100亿~200亿元的贷款，而且贷款量还在增加。贷款用在生产上将来还会有回报，拿贷款去养老回报

在哪里？这就是一个严重的社会问题，也是严重的财政问题。财政的结构性政策不仅关系到经济稳定，而且关系到社会稳定。

第二，从经济性政策到综合性政策。财政政策既是经济性政策，也是社会政策，还是创新政策。财政政策归纳起来有两种属性，一个是经济属性，另一个是社会属性，从经济和社会两个方面同时发力。这与凯恩斯分析框架里的财政政策不一样，后者只是经济政策。经济政策、社会政策的目标和作用机理应当是不同的，但从公共风险角度却可以统一到一个分析框架之中，目标都是降低不确定性，使公共风险最小化，其作用机理都是割断风险链条，防止公共风险形成。

第三，从相机性政策到可预期性政策。要注入确定性，注重公共风险的管理和控制，就不能老是强调政策的相机性，而要强调政策的可预期性。在不确定性的环境下，尤其在不确定性迅速扩大的条件下，如果政策太多且多变，就会导致市场的不确定性以及全社会不确定性的扩大。有时候多变的政策会成为不确定性的来源，成为公共风险的制造者。所以政策要强调可预期性、稳定性、透明性。在需求管理的条件下，恰恰强调的是财政政策的相机性，可以天天变，像月亮一样，从初一到十五每天都不一样。但是，当面对的情况发生变化，不确定性成为主要问题时，这种政策恰恰可能导致不确定性加大，这是需求管理下的财政政策，与现在稳定预期的财政政策相去甚远。

政府减税降费也好，扩大投资也好，都应强调一种可预期性，而不是强调累计的数量和规模。过去的减税降费可预期性比较弱，因为以前的减税往往是放在税基上减，不透明、搞不清，而且有期限，累计减税不少，但难以起到稳预期的作用。用一种短期的优惠政策方式，如减税三到五年，过了三到五年以后怎么办？谁也不知道，到时候再说，这就导致预期不稳定了。企业搞研发创新、搞投资至少要五年以上的时间，哪有投资只算两年的账？这算什么投资？除非在搞投机。所以政策的可预期性，在不确定的条件下十分重要。

过去所谓逆周期政策，操作不好就是导致波动的原因。现实中有很多例子，比如过去生猪价格就像过山车，一会儿高一会儿低。政府跑去调控，往往踩在猪尾巴上。价格落下去，就说生猪产量不够，要稳住生猪生产，搞各种鼓励措施。产量上去了，但激励过度，产量又太多了，价格突然又下去了。价格下跌农民就把母猪宰了，甚至把小猪也宰了。因为政府搞不清楚从哪儿入手，拿捏不准，所以就会加剧波动。

经济有没有周期？一说周期就想到规律。经济有没有规律？从不确定性思维来看，规律都是有条件的，没有绝对的规律和真理。如果用需求管理的框架去实施财政政策，结果很可能是不确定性继续放大，因为扩大需求未必能解决当前的不确定性问题和预期不稳的问题。所以，基于需求变化的相机政策就有问题。相机政策不是不能用，只是在当前的形势下，我们更加需要可预期政策。两会出台的政策是减税率，增值税基本税率从16%降到13%，不是只有三年或者五年，这是稳定的、可预期的，而且是透明的。现在减税不像过去吃包子，你咬一口才知道里面是什么馅儿，现在都摆在明面上，过去做包子现在改成了做比萨，一目了然。这样的政策才能改善预期。

五、如何度量财政政策效果

财政政策最终都体现在收支或者缺口、赤字上，但内涵不同，操作方式不一样，最终财政政策的效果就会不同。财政政策积极有效，应主要体现在以下几个方面。

第一，公共风险收敛。短期改善，长期稳定。公共风险的收缩，不仅可以改善预期，而且可以降低经济社会运行成本，减少社会成本内部化而导致的企业成本上升，改善企业利润预期。

第二，预期改善。包括市场预期和社会预期。当前经济有市场预期问题，但更重要的是社会预期问题。比如针对民营经济，社会上出现了一些不同的看法。有人说民营经济该退场了，还有人说共产党的最高使命就是消灭私有制。在社会主义初级阶段说这些话的含义是什么？是不是民营经济的历史使命完成了，该退出历史舞台了？这使大家惶恐不安，不仅仅是经济层面的问题。所以习总书记就召开座谈会，给民营企业家吃定心丸，这就属于稳定社会预期。社会预期大大改善，加上财政政策减税降费力度很大，市场预期也稳定了。按照原来的预测，沿着2018年的经济运行惯性，到了2019年第一季度会比2018年第四季度低，很多人预测是6.2%或者6.3%，结果是6.4%，超出了经济继续下行的预测，这说明预期基本上稳住了。

改善预期，要从不同的层面入手。注入确定性，缩小不确定性，也要从不同层面入手。我们首先要解决溢出市场的公共不确定性问题，这

是市场无法应对的。财政政策的作用是扩大公共确定性，为企业的市场预期提供条件和参照系。当然，政策的协调和改革的实质性推进也很重要，从长期来看，更是至关重要。

第三，供给质量要提高，促进新的供求耦合。供求耦合不是数量平衡的概念，也不是热力学第二定律中的平衡概念，而是基于人类的社会活动形成的匹配性和对偶性，是结构相容的概念。对供求关系要有一个新理解，这里就不展开讲了。

第四，民生改善。民生改善不是搞福利主义，这个大家要明白。在我们国家，民生改善要促进人力资本积累，而且使人力资本积累的质量更高、更加公平。要缩小能力的鸿沟，使不同的社会阶层、社会群体都能有梦想，通过自己的努力奋斗能实现自己的梦想。这就是社会的纵向流动，只有缩小能力鸿沟才有这种可能。一旦阶层固化，就意味着巨大的公共风险，将来甚至会转化为政治风险。社会出现阶层固化，经济社会活力就会消失，那就不可能再继续发展了。通过改善民生来促进人力资本的公平积累，财政可以发挥独特的作用。

---

[1] 作者于2019年4月18日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

金融改革的经济学[1]

黄益平

论坛成员、北京大学国家发展研究院副院长

金融改革的经济学分析是我对40年来金融改革的思考。让我们一起来看看中国这40年是怎么走过来的，同时也分析一下最近碰到的新问题，这些在逻辑上都是一脉相承的。

我想具体解答以下六个问题。

第一个问题，为什么中国政府在改革期间保持了对金融体系的高度干预？

第二个问题，为什么这样的抑制性金融政策没有阻碍经济实现高速增长和金融保持相对稳定？

第三个问题，为什么最近几年关于“金融不支持实体经济”和“小微企业融资难、融资贵”等问题的抱怨越来越多？

第四个问题，我们国家的数字金融是如何领先全球的？

第五个问题，中国这几年的系统性金融风险是怎么积聚起来的？

第六个问题，未来中国的金融体系会是什么样子？

先看第一个问题，关于中国政府在改革期间的金融策略。中国实行经济改革和开放政策已有40年，令人困惑的是在金融体系当中抑制性金融政策仍然比较普遍。为什么会采取这样的金融改革策略？

2018年12月，我们庆祝了中国经济改革开放40周年。这是因为我们认为1978年十一届三中全会是经济改革政策的起点，当然也是金融改革政策的起点。但在当时，中国的金融体系基本上就是一家机构，叫中国人民银行。这家金融机构大到什么程度呢？它当时占全国金融总资产的93%，既是一家商业银行，同时也是一家中央银行。直到1984年1月1日，中国人民银行才一分为二，一半变成了今天的工商银行，一半变成

了今天的中国人民银行，把商业运行和政策决策这两个功能给分开了。

1978年的时候金融交易不多，一般的资金调配都是由国家计划委员会统一部署的。社会对金融中介的需求很少，所以当时只有一家金融机构也没有问题。但是十一届三中全会决定把工作的重点从原来的阶级斗争转向经济建设，这就意味着未来对金融交易、金融中介的需求将会大大增加，因此开始了重建、发展金融体系的历程，最初是恢复中国银行、农业银行和建设银行。

现在40年过去了，再看中国的金融体系，我们可以用三个词来归纳其特征：规模大、管制多、监管弱。

规模大，可以从两方面来看：机构和资产。从机构角度看，1978年只有一家金融机构，而现如今金融机构的数量和种类都已经非常完备了，包括“一行两会”的监管部门，三大政策性银行，六大国有商业银行，还有十几家股份制商业银行，如果再加上城商行、农商行和村镇银行，加起来大概有4000多家银行。此外还有保险公司、证券公司、资产管理公司等。可以说，市场经济国家所拥有的金融机构我们几乎也全有了，而且数量非常庞大。在商业银行领域的“工、农、中、建”四大国有商业银行在全世界排名都非常靠前。最近一次的世界排名前五的商业银行当中，中国占了四位，也就是说我们的金融机构不但数量多，规模也非常大。

从资产角度来看也是相当惊人。中国的金融体系是典型的银行主导，也就是说，在金融体系当中银行的比重非常高，相对而言，资本市场不够发达。但即便是不发达的资本市场，在国际上也已经很大了，按市值看，股票和债券两个市场在全世界都能排在前三位。资产规模也可以参照一个宏观指标：广义货币供应量与GDP的比例。广义货币就是在银行部门和社会上流转的现金加上活期存款再加上定期存款。这个广义货币供应量与GDP的比例可以反映银行部门的规模，也是反映相对金融资产规模的一个指标。目前中国这个比例大概是210%，在全世界可以排到第三位。排名最高的是黎巴嫩，第二是日本。所以，中国的金融资产规模确实很大。当然，这个指标的另一面，就是中国的负债率或者杠杆率也很高。在中国所有的金融市场中，最不发达的一个领域应该是金融衍生品市场。这可能和它存在的潜在风险相关。

管制多，表明政府对金融体系的干预还比较普遍。经济学有一个“金

融抑制”的概念，是斯坦福大学前教授麦金农提出来的，他是发展中国家金融改革和金融自由化问题的国际权威。他提炼出“金融抑制”的概念，主要是指政府对利率、汇率、资金配置、大型金融机构和跨境资本流动有各种形式的干预。我们利用他的定义和世界银行的数据构建了一组金融抑制指数，这个指数在0到1之间：1意味着没有市场化，完全由政府控制；而0则意味着完全市场化。我们大概找到了100多个国家的数据，具体测算了1980—2015年的金融抑制指数。

图3-3简单地报告了我们的主要结论。中国的金融抑制指数在1980年为1，那时候金融改革刚刚开始，基本上是政府在干预金融运行的各个方面。之后这个指数就开始持续下降，2015年为0.6。把中国的这个数字和国际经验做一个比较，有三点有意思的发现。

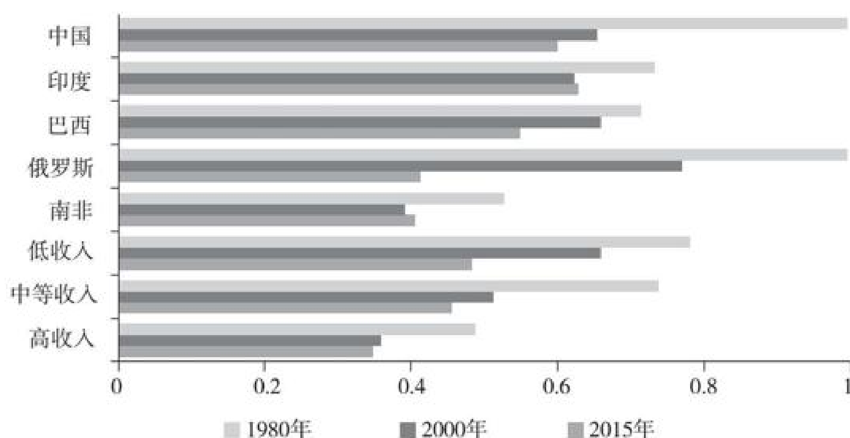


图3-3 金融抑制指数：中国与国际比较，1980年、2000年和2015年

第一，过去40年间，中国的市场化金融改革在不断推进，金融抑制指数下降了0.4，反映了市场化的程度在不断提高。

第二，金融抑制指数往下走的速度相对较慢。这可以从和其他转型国家的比较中看出来。俄罗斯的改革比中国晚起步10年左右，但其金融抑制指数在2015年已经到了0.4，时间跨度更短，下降速度更快。这也佐证了中国的金融改革确实是渐进式的。

第三，如今，中国的金融抑制水平仍然很高。2015年我国金融抑制指数为0.6，在有数据的130个国家当中，排在第14位。也就是说，中国政府对金融体系干预的程度在全世界中仍然是非常高的，这就是管制多

的证据。

监管弱，主要是指当前的监管体系防范与处置金融风险的能力不强。这个问题在后面讨论系统性金融风险的时候再做展开。

做一个简单的总结：40年间，中国从改革初期的一家金融机构开始，改革和发展出一个全新的金融体系，这个金融体系的重要特征是规模很大、监管较弱、管制较多。

从另一个角度看中国金融体系的特点，图3-4把中国和其他国家的金融体系放在一个坐标当中，反映的是2015年的数据。其中横轴是银行在总金融资产中的比重，越往右走银行占比越高。可以看到，日本和德国处在美国的右边，这符合日本和德国是银行主导的金融体系，美国和英国是市场主导的金融体系的一般看法。纵轴是金融抑制指数，越往上走政府干预的程度越高。中国香港和新加坡金融抑制程度最低，巴西和印度等新兴市场经济体的金融抑制程度则比较高。在这个坐标中，中国处在右上角的位置，这表明，与其他国家的金融体系比较，中国的金融体系中不仅银行占比高，而且金融抑制程度也非常高。

这就引出了第一个需要回答的问题：既然中国是走市场化改革的道路，政府为何还要这么普遍而严重地干预金融体系？为什么金融部门没有更快地市场化？一个合理的解释可能是，中国政府实施的是双轨制改革策略。这和苏联、东欧的做法不太一样，它们的策略叫“休克疗法、一步到位”。从理论上说，休克疗法可能简单、高效，但在实践中遇到的困难则比较多。

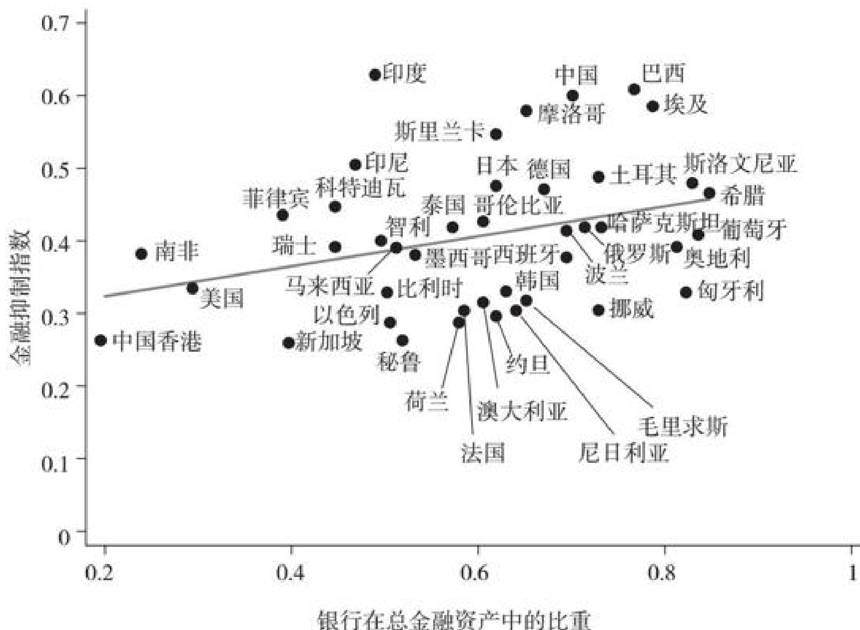


图3-4 中国金融体系和其他国家的比较（2015）

一方面，休克疗法不可避免地导致改革初期经济出现显著滑坡。休克疗法意味着立刻把当时的计划体制全部取消，把所有的国有企业私有化。这样就会出现很多失业人口，很多工厂不再生产，所以改革初期经济很容易崩盘。

另一方面，休克疗法有一个很重要的假设，就是今天把计划体系取消掉，明天早上市场机制就开始有效工作了。实际并非如此。市场机制的培育和发展，需要经过相当长的时间。市场经济相对成熟的国家的市场机制，其实是经过几十年甚至几百年发展形成的。中国的市场化改革搞了40年，至今还经常能听到某些地方的工厂或者农民生产的东西卖不出去。这实际就是信息不对称的问题。解决信息不对称，动态匹配供求双方的机制，需要一个时期的逐步发展，不是晚上睡一觉就能解决的。

与此相对应，中国采取的是“渐进式改革”，其中一个重要的策略就是双轨制改革的策略，计划与市场、国企和民企双轨同时并存。在改革开放初期，国企在经济中占主导地位，改革期间政府继续支持国企的发展。与此同时，政府又努力为民企发展提供更好的政策与更广阔的市场空间。有的学者将其称为增量改革，也就是说，存量先不动，但让增量快速扩张。经过一段时间之后，非计划或者非国有经济就会替代计划或

国有经济成为主导力量，中国经济也就成功地从计划经济过渡到市场经济。应该说，中国的这个策略还是比较成功的：一是在改革初期没有出现全面性产出崩盘；二是在整个改革期间经济保持了持续高速的增长，有学者甚至将其称为“经济奇迹”。

在这个奇迹的背后，有一个很重要的贡献力量。国有企业看上去效率比较低，但它保持了持续增长，没有造成大量失业，对社会稳定、政治稳定和经济稳定起到了很大作用。问题是，既然效率相对较低，又怎样才能持续运行呢？答案是需要一个外部支持，最简单的提供外部支持的方法当然是财政补贴。但是在改革开始以后，政府的财政能力一直在不断地减弱，财政收入占GDP比从1978年的36%下降到1996年的11%。很多地方的政府连吃饭财政都保不住，根本没有多余的钱去补贴国有企业。财政没有钱，但又需要支持国有企业，怎么办？最后找到的办法就是对要素市场，尤其是对金融部门实施各种干预，包括干预汇率、利率、银行和资本市场的资金配置、大型金融机构经营和跨境资本流动。跟讨论的主题直接相关的干预有两个方面：一是在正规金融部门把利率压得非常低，也就是说通过政策干预降低资金成本；二是在配置资金的时候明显地偏向国有企业。换句话说，政府虽然没有足够的财政资源来支持国有企业，但可以通过金融政策，让金融机构将大量廉价的资金配置给国有企业，由于国有企业不按市场价格支付资金的成本，其实这就是一种变相补贴。所以说，政府在改革期间保留对金融体系大量干预的目的就是支持双轨制改革的策略，对国有企业提供变相的补贴。

从宏观层面看，改革政策的目的就是推动中国经济从中央计划体系走向自由市场经济。但在转型过程中出现了一个非常独特的“不对称的市场化”。一方面，产品市场几乎全部放开，几乎所有农产品、制造品和服务产品的交易都是通过市场机制完成的，价格也完全由供求决定。但另一方面，包括资金、土地和能源等的要素市场依然存在严重的政策扭曲。这个不对称的市场化，目的也是保证双轨制改革政策顺利推进，而抑制性金融政策正是不对称的市场化的重要组成部分。

第二个需要回答的问题是：为什么这样的抑制性金融政策没有阻碍经济实现高速增长和金融保持相对稳定？这实际涉及如何评价改革期间抑制性金融政策的作用。金融抑制究竟是催生了经济成功还是没有妨碍经济成功？这个问题很重要，不仅仅在于理解过去，更在于应对未来。比如双轨制改革取得了好的结果，有的说是因为（市场）放得好，有的

则说是因为（计划）管得好。对金融改革的实证分析则表明，其政策机制复杂，并非简单的“放得好”或“管得好”能够涵盖的。如果对分析结论做一个简单的概括，那就是改革期间抑制性金融政策对经济增长与金融稳定的影响在不断地变化。在改革开放前期，金融抑制对经济增长的影响是正面的，但进入21世纪以后，这个影响就变成了负面的。

根据省级面板数据估算结果做一个简单的测算，就是假定将金融抑制指数降到0，即彻底消除抑制性的金融政策、实现完全的金融市场化，中国的经济增速会怎样变化？结果非常有意思，20世纪80年代的经济增速会下降0.8个百分点，90年代的经济增速会下降0.3个百分点，但在21世纪的头十年，经济增速反而会提高0.1个百分点。这说明，早期的抑制性金融政策是能够促进经济增长的，只是到了后期，这种促进作用转变成了遏制作用，所以现在如果把抑制性金融政策全部取消，中国的经济增长会更快一些。为什么会这样？进一步的分析表明，金融抑制对经济增长和金融稳定的影响可能存在两重性。

第一个是麦金农效应。麦金农的基本观点是金融抑制会降低金融资源配置效率，会遏制金融发展，所以对经济增长与金融稳定是不利的。

第二个是斯蒂格利茨效应。斯蒂格利茨发现，在20世纪的最后二十年，一方面各国积极推进金融的市场化、国际化改革；另一方面金融交易的频率越来越高，对经济增长与金融稳定造成很大的伤害。他进而指出，如果一个经济体还没有形成完善的市场机制和监管框架，完全的市场化可能对经济增长和金融稳定不利。政府适度的干预反而可能更加有益。

一种可能的情形是，上述两个效应在任何经济当中都同时存在，唯一的区别是在不同的经济时期不同的效应占主导。如果一个经济的市场机制相对健全、监管框架相对成熟，大幅降低金融抑制的程度应该有利于经济增长与金融稳定。但是如果一个经济的金融市场机制、监管框架尚不成熟，完全放开不仅不能带来好处，而且有可能造成灾难性的后果。市场化改革的目的是改善效率，但伴随市场开放而来的是市场的波动和风险增加。举个例子，很多国家都在开放资本项目，但这经常会带来汇率的大起大落和资本的大进大出。有的国家很容易承受这样的变化，比如澳大利亚和加拿大。而有的新兴市场国家和发展中国家在资本项目放开以后，很快就发生了金融危机。所以同样的政策带来的后果是不一样的，抑制性金融政策的作用机制也是这样。

金融抑制听起来是一个负面的政策安排，但在改革的前期却对中国经济增长和金融稳定发挥了正面的影响，这可以从两个方面来看。第一，大多数银行都由国家控股，资金配置和定价也受到政府多方面的干预，这些都会带来效率损失。但是这个金融体系在把储蓄转化为投资的过程中是非常高效的，只要有储蓄存到银行，很快就能转化为投资，直接支持经济增长。第二，政府干预金融体系，对金融稳定有一定的支持作用。最好的例子是在1997年亚洲金融危机期间，中国银行业的平均不良率超过了30%，但没有人去挤兑银行。原因就在于存款人相信，只要政府还在，放在银行的钱就是有保障的。中国改革40年没有发生过一次系统性的金融危机，并不是说没有出现过金融风险，而是政府用国家信用背书，为金融风险兜底。反过来设想一下，如果中国在1978年就完全放开了金融体系，走向市场化与国际化，几乎可以肯定的是，已经发生过好几次金融危机了。

这个关于金融抑制的分析其实具有一般性的意义，即任何政策的决策都必须考虑客观经济环境，而任何政策的评估也必须同时考虑成本和效益两个方面。任何看上去不怎么合理的政策，其实都是有原因的，即便要改变，也需要首先充分理解最初设置这些政策的动机。中国的抑制性金融政策的初衷是支持双轨制改革的策略。与此同时，几乎所有的政策效应都同时存在正反两个方面，经济决策所做的往往不是在黑白之间选择，而是在成本、效益之间权衡。实际上，在相当长的时期内，金融抑制对中国的经济增长与金融稳定发挥了正面的作用，但这种作用如今变成了负面影响，所以应该尽快考虑改变。联系2018—2019年的中美贸易摩擦，美方的其中一个指责是中国政府补贴国有企业，从而对美资企业造成不公平竞争。后来不少中方官员纷纷指出，中国政府并没有系统性地补贴国有企业。这句话从字面看没有问题。但如果考虑金融抑制本身也是一种变相的补贴，它不仅对外资企业造成不公平竞争，而且对民营企业也造成不公平对待。

第三个需要回答的问题是：为什么抑制性金融政策的作用从正面转向了负面？虽然在改革前期，中国的经济增长与金融稳定表现都非常好，但最近几年却发生了不少变化，对金融体系的抱怨也越来越多，这些抱怨在很多场合都听到过。具体有两种说法：一是“金融不支持实体经济”，二是“小微企业融资难、融资贵”。这和实证分析的结论是一致的，抑制性金融政策确实已经成为拖累经济增长和金融稳定的重要因素。图3-5同时反映了GDP增速与边际资本产出率（简称ICOR，即每生产一个

新的单位的GDP，需要几个新的单位的资本投入）。自2008年全球金融危机爆发以来，中国的经济增速一直在往下走，从最初的10%以上跌到了7%左右。与此同时，ICOR从2007年的3.5上升到2017年的6.3，这确实表明金融的效率在直线下降，或者金融支持实体经济的力度在不断减弱。

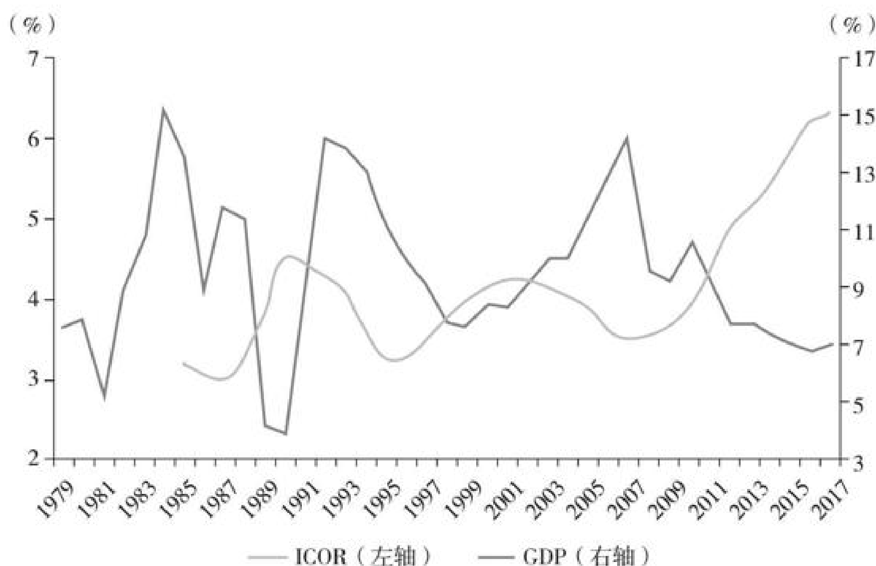


图3-5 GDP增速与边际资本产出率，1979—2017年

发生这个变化的原因可能有很多，其中一个重要的因素是中国经济增长模式的改变。中国改革前期的经济增长主要是发挥低成本优势，依靠劳动密集型制造业的迅速扩张，大批农村剩余劳动力进入城市，变成产业工人，制造业快速增长，劳动生产率也不断提高。但这种高速增长基本上是要素投入型的。尽管技术水平相对比较低，但只要不断地增加生产投入，经济就会持续发展。不过，现在中国经济发生了一个重要变化，就是成本水平急剧上涨。2007年，全球金融危机爆发的前一年，中国的人均GDP是2600美元，2018年增加到将近1万美元。伴随收入水平提高的是成本水平的变化，原来的低成本优势完全消失了，原先基于低成本建立的制造业也丧失了竞争力。十年间一个直观的变化，就是原来成本低，现在成本高。在经济学中有一个词叫“中等收入陷阱”，它是指大多数国家都有能力从低收入水平成长到中等收入水平，但是很少有国家能从中等收入水平提高到高收入水平。原因就在于，从低收入到中等收入，可以依靠要素投入型的增长模式，而从中等收入到高收入，则必

须依靠创新驱动型的增长模式。“中等收入陷阱”意味着大部分国家都没有能力持续创新，支持产业升级换代，所以一旦经济发展到中等收入水平，就上不去了。而这也是我们如今面临的一个重大挑战，关键是能否通过创新支持产业升级换代，保证可持续的经济增长。

说到经济创新，容易产生一种误解，即以为创新就是指最前沿的技术开发。其实创新在现代经济生活中几乎无处不在，在制造业和服务业中都有，有的是商业模式的创新，有的是生产技术的创新。创新既包括无人机、新能源、人工智能等新型技术和产业，也包括传统产业的更新换代，比如汽车、家电、机械装备等。那么谁是创新的主力？在企业层面，民营企业贡献了70%的知识产权，国有企业贡献了5%，而外资企业贡献了剩下的25%。这组数据可能多少有点令人意外，毕竟一般的印象是国企虽然效率低一些，但技术力量肯定要比民企强很多。事实证明，技术力量并不等于创新能力。因此，如果以2008年全球金融危机为界，前后的经济模式发生了很大的改变。全球金融危机以来，经济增速和金融效率不断下降，可能都与经济模式发生转变有关系。换句话说，创新驱动型的增长模式能否顺利运作，在很大程度上取决于民营企业或者中小企业能否健康发展。客观地说，中国目前的金融体系在服务民营企业和中小企业方面，存在一些天生的短板。

前面讲到中国金融体系的两大特征是银行主导和政府干预比较多，这个金融体系比较擅长于服务大企业、制造业和粗放型经济发展。对于受政府干预比较多的银行来说，做风控的传统办法：一是看历史数据，主要是三张表，即资产负债表、利润损益表和现金流量表；二是看抵押资产，有抵押物，银行的信贷风险就比较容易控制；三是看政府担保，有的银行直接拿政府产业目录来决定信贷配置，原因就在于万一贷款出现问题，政府能出面承担责任。正因为这样，大企业比较容易获得融资支持，因为大企业往往历史较长、数据完整、规范。而制造业大多都有固定资产，银行做风控也比较容易。另外，粗放型扩张意味着不确定性相对低一些，原来已经有一家服装厂，再开一家服装厂，还是使用原来的技术甚至营销渠道。这也从另一个角度证明了过去高度扭曲的金融政策，并未妨碍中国经济实现良好的表现。但这个体系对于民营企业或者中小企业来说，则存在一些天生的歧视。除了在双轨制改革的策略框架下，金融政策偏好国有企业，这些政策还歧视民营企业，更进一步讲，很难有效地服务民营企业或者中小企业，因为它们缺乏历史数据、没有抵押资产，也没有政府担保。而中小企业本身的不稳定性比较高，中国

民营企业的平均寿命不到五年，创新型中小企业的风险更高。为它们提供金融服务就难上加难了。

应该认识到的是，这些年银行也在不断市场化。过去说银行在配置金融资源的时候歧视民营企业，偏好国有企业，但很多银行的业务人员可能会觉得这个指责不符合实际，银行考虑的并非产权本身，而是风险与回报。从银行的角度看，国有企业拿到了很多贷款，主要还是因为它们回报稳定、风险较低。最新的一个实证研究就发现，如果以所有制来解释银行的信贷配置，确实可以看到代表国有的变量显著为正。但如果再加入企业规模的变量，其作用更加显著，而所有制变量就变得不显著了。这个简单的统计分析表明，银行将很多贷款配置给国有企业，主要还是因为它们比较稳健。换句话说，银行对大企业的偏好远远超过对小微企业的偏好。如果一家民营企业是大型企业，那么它获得融资可能也不是那么难。这并非否定国有企业依然在享受所有制溢价，但银行考虑的因素确实在逐步发生变化。

另一个金融抑制政策的作用同样突出，那就是利率的双轨制。政府为了支持国有企业，人为地压低了正规市场的利率，目前银行一年期贷款的基准利率为4.35%，这个利率水平基本上与G20发达经济体成员的平均贷款利率相当，而远远低于G20发展中经济体成员的平均贷款利率。这样一个偏高的银行贷款利率水平，实际上加剧了小微企业获得银行贷款的难度，同时提高了它们在非正规市场融资的成本。

可以用图3-6简单地做一个说明。假如在一个经济中存在两个金融市场，一个正规金融市场，比如银行；一个非正规金融市场，比如民间借贷、影子银行和数字金融。在这两个市场上利率水平即资金价格都是由资金的供求决定的，如果忽略借贷者风险水平的不同，同时不考虑监管政策的后果，那么正规金融市场与非正规金融市场的均衡利率一概是相等的，不然就会出现套利。但现在政府在正规金融市场引进了利率管制政策，直接将利率往下压。这样，在正规市场就出现了供给不足的问题，就是表示的部分。也就是说，虽然正规金融市场降低了融资成本，但它能服务的客户数量也因此减少了，这样就会有相当一部分企业的融资需求无法得到满足，可以猜测到的是大部分不再能获得融资的是民营企业、小微企业。这部分企业只好到非正规市场去融资，相当于把需求曲线往外推，这就会提高非正规金融市场的利率。

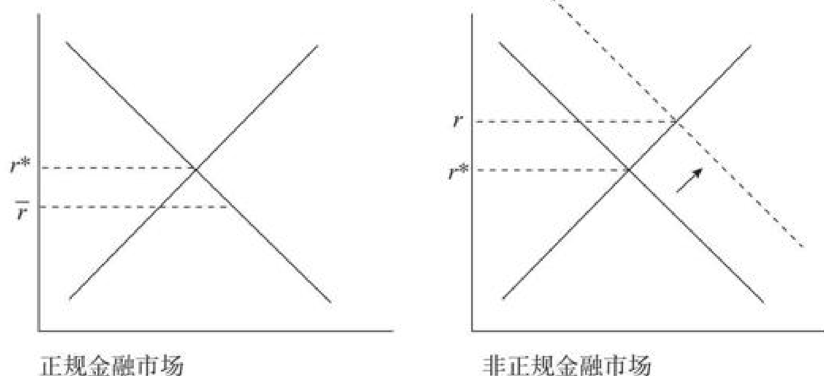


图3-6 正规金融市场和非正规金融市场

这个简单的分析说明两个道理。第一，强制降低正规金融市场的利率，既会加剧小微企业融资难的问题，也会进一步恶化小微企业融资贵的困境。第二，小微企业融资难与融资贵两个问题，最好不要混在一起解决，可以说，对于绝大部分小微企业来说，最大的困难是“难”而不是“贵”。

这其中有多方面的原因。其中一个原因是，银行不知道怎么给小微企业做信用贷款。还有一个更重要的原因，就是利率管制问题。利率管制意味着在正规金融部门把利率压得很低，银行部门一年期的贷款利率大概是4.35%，而市场利率要远远超过这样的利率水平。如果金融机构不能完整准确地做市场化风险性定价，给小微企业用这么低的利率放贷款，最后要么是增加风险，要么是增加成本。

货币银行学的一个基本原则就是成本一定要覆盖风险。对金融机构来说，风险高的客户有风险高的服务方法，风险低的客户有风险低的服务方法。很多创投基金的投资回报率很高，但它们所面对的客户风险往往也很高，大部分客户是初创企业。服务这样的企业，创投基金想挣钱，甚至挣大钱，一是需要有专业能力的人从事这样的投资，投资经理要从大量的项目中筛选，不仅需要金融知识，更需要了解技术、市场、管理等。二是成本高但回报也高。创投基金给10家企业投资，很可能其中三五家打水漂了，只要剩下的能够提供很高的回报就行。这其实就是市场化定价。

现在对第三个问题的分析做一个简单的总结。关键机制在前面分析金融抑制对经济增长和金融稳定影响的时候已经被指出来了，就是抑制

性金融政策原来没有妨碍经济增长与金融稳定，但现在成了一个负担。最直观的体现就是边际资本产出率的改变，同样的资本投入所产生的回报越来越少了。具体地讲，确实有很多金融服务的需求没有得到满足。上面讲的是小微企业在支持创新、支持经济增长中的作用越来越大，但金融部门并不能很好地为它们提供融资服务。对居民来说也是一样。过去居民有钱就存到银行，但现在把钱放在银行，每年只给2%的回报，大家不满意，所以都在想办法做投资。尤其是随着人口不断老龄化，人们对资产收入的需求越来越高，可投资的地方却很少。有些决策者曾经设想，让老百姓把一部分钱从银行拿出来，到股票市场和债券市场去投资，这样既可以帮助居民提高投资回报，又可以帮助国家发展资本市场，提高直接融资在金融交易中的比重，是一件一举两得的事情。但结果却出乎意料，一部分钱从银行出来之后并没有去资本市场，而是去了影子银行和数字金融。这背后的原因很多，简单一句话就是资本市场对居民完全没有吸引力。一个金融部门，既不能有效地满足企业的融资需求，又不能很好地满足居民的投资需求，显然是有问题的，全社会抱怨“金融不支持实体经济”，似乎也是理所应当。根本性的原因在于经济增长模式在转型，但金融部门没有跟着转过来。

上面的分析其实就引出了回答第四个问题的逻辑。我们国家的数字金融是如何领先全球的？当然，原因是多重的，但其中一条最为直接的逻辑链条，是因为正规金融部门没有提供令人满意的金融服务，数字金融、影子银行甚至民间借贷，在相当程度上填补了正规金融市场服务的空白。举个最简单的例子，如今已经有数亿活跃用户的支付宝，最初的产生就是为了解决网购中的信任问题。如今绝大多数的支付宝用户都没有信用卡，支付宝的产生为他们提供了支付工具。这里所说的数字金融是指利用数字技术提供支付、贷款、保险、投资等方面的金融工具与金融模式，也包括一些金融基础设施，提供服务的主体既可以是新型的互联网公司，比如京东、腾讯和阿里巴巴等，也可以是传统的金融机构，像工行、人保和中国国际金融有限公司等。

数字金融一产生，就展示出非常强的普惠金融的特性。数字金融的普惠性既有历史意义，又具世界价值。联合国在2005年倡导小额信贷年，号召各国大力发展普惠金融，就是为小微企业和低收入人群提供商业可持续的金融服务。这是一项十分艰难的工作，中国政府响应联合国的号召，采取了许多政策措施，包括建立大量的小额信贷公司，如今已有8000多家。但总体看来，发展普惠金融的进展并不大。为什么发展普

惠金融这么难？简单概括，是受两大因素的制约，即获客难和风控难。所谓获客难，就是尽管银行很愿意给小微企业提供服务，但找到这些客户难度很大，成本很高，因为这类客户往往数量很大，分布很分散；所谓风控难，就是这些客户缺乏历史数据、抵押资产和政府担保，所以银行面对其有点束手无策。

中国还有一个制约因素就是刚刚讨论过的利率管制，银行贷款利率压得很低。2015年10月取消了银行存贷款利率的最后一道门槛，也就是存款利率的上限。按道理说，既然央行已经不再限制银行的存贷款利率，应该说利率市场化已经完成了。但实际并非如此，央行很快重申利率市场化尚未完成，主要是因为还存在两个方面的工作，一是金融机构的风险定价能力还有待提高，二是货币政策传导问题还不够顺畅。长话短说，起码到目前为止，监管部门实际还在影响商业银行的存贷款利率，银行不能完全自主地决定贷款利率，这就影响了银行为小微企业提供金融服务的意愿与能力。

这也能帮助理解为什么过去几年中国的影子银行发展得如此迅速。客观地说，中外影子银行存在不少差异，国外发达经济体的影子银行大多是非银行金融机构所做的业务，而中国的影子银行更多是银行的产物，因此也有人将其称为银行的影子。到2018年底，中国的影子银行总规模估计超过了50万亿元，相当于银行贷款余额的三分之一。一般认为，影子银行的动机就是规避监管，比如银行的贷款业务都需要满足资本充足率和存款准备金率的监管要求，这些要求当然是为了降低金融风险，但同时也确实会增加银行的经营成本，尤其是很多银行缺乏补充资本金的有效渠道，资本金不能增加，业务就无法扩张。将金融交易从表内移到表外，虽然仍然是银行做的业务，比如委托贷款、理财产品，但却规避了监管要求，也降低了经营成本。当然，规避监管也一定会增加潜在的金融风险。中国的影子银行还有一个特殊的动机，就是规避管制，比如利率管制。业务挪到表外之后，相当于变相地实现了利率市场化。从这一点看，影子银行的积极意义是很突出的。在如今的中国金融体系中，利率市场化的重要性再强调也不为过。一方面，如果不是按照市场化做风险定价，会影响资金的配置效率，甚至会造成很多金融风险。另一方面，如果利率不能市场化定价，金融机构就很难为小微企业和民营企业提供金融服务。

“实质性的利率市场化”这一点，对于正确理解影子银行以及数字金

融的贡献十分重要。影子银行确实带来了新的风险，但与此同时，它也为实体经济提供了实实在在的金融服务，弥补了正规金融部门服务供给的不足。为了防范风险，将影子银行业务纳入监管框架是完全有必要的，但在调整的过程中也要充分考虑到对实体经济的影响。2018年上半年因为监管政策收紧，影子银行交易减少了2万亿元，这明显地加剧了民营企业融资难的问题，甚至严重冲击了宏观经济的态势。

数字金融对于发展普惠金融还有一个革命性的贡献，就是为解决获客难和风控难提供了一些可能的方案。几家做得比较好的都是大科技公司，比如腾讯、阿里巴巴和京东等，每个平台上都有好几亿的客户，所以它们首先利用数字技术解决了获客难的问题。过去大家一直将工商银行看作“宇宙行”，因为它在全国有很多网点和无数的员工，获客和风控的能力比较强。即便如此，它也很难触及那些小微企业和低收入人群。更关键的是，像工商银行这样的大银行，其优势就是为大企业服务，一单贷款就是5亿元、10亿元。让这样的信贷员去做一单5000元、5万元的业务，既非他们所长，单位成本也会大大增加。但是，大科技平台就不一样，它们通过移动终端、大数据分析和云计算将数亿的客户连在平台上，一旦平台建立，这些平台的长尾效应就意味着它们可以服务无数的客户，边际成本几乎为零。平台根据潜在客户的“数据足迹”来分析客户的信用条件，发放贷款。

阿里巴巴的网商银行形成了一个“310”贷款模式，即平台的客户可以花三分钟在网上申请贷款，平台一秒钟批准贷款，同时资金到达个人账户，而且零人工干预。网商能够这么做就是借助了大数据的力量，利用客户在淘宝购物、在社交平台交流以及其他一些信息，对潜在客户预先批准信贷额度。这样，客户来申请贷款，马上就可以知道结果。腾讯的微众银行也是差不多的商业模式，只不过它聚焦个人消费贷款，用的是微信的社交信息以及其他数据。微信圈子其实往往就是一个人比较完整的社交圈子，微众银行会看客户白天在哪里发微信，晚上在哪里发微信，时间长了可以据此判断这个客户大概在一个什么样的公司工作，住在什么样的公寓里，在什么样的微信群里活跃交流，以及关系最紧密的10个微信好友，据此进行交叉验证。大数据分析的特点是，每一条具体的数据拿出来，可能都不是准确的指标，但是把你生活、工作和社交的各方面数据全部综合起来进行分析，结果就比较可靠。

孟加拉国有一个小额信贷做得非常好的格莱珉银行，也称孟加拉乡

村银行，是诺贝尔和平奖获得者穆罕默德·尤努斯教授创办的，宗旨就是帮助农村贫困居民发展生产、改善生活。他们在云南大理做了一个试点，做得非常好，负责人是从孟加拉国派过来的，真的很有国际主义精神，他带领了12个中国年轻人一起工作，每周都要去村里召集贷款的村民开会。当地的生活、工作条件很一般，也没有专门的交通工具，每次去村里不是坐公交就是搭便车，否则只能步行，有时候出去不带干粮就找不到地方吃饭，这些人真的是在真心实意地帮助农民改善生产生活。稍遗憾的是，这样一个13人的团体，一年只服务了130家贫困农户，而且资金上也不能自负盈亏，当地的富滇银行每年为其提供一笔经费支持运行。所以说，格莱珉银行虽做得很好，但普惠金融服务的规模却很难扩大。

但网商银行和微众银行基本上已经克服了这个普惠金融的规模瓶颈。网商银行只有杭州的一个办公室，没有分行，大概有700多个员工，2018—2019财政年度，共为1200万家小微企业提供了贷款。同时已经为9300万个小微企业做了大数据画像，理论上讲这9300万个小微企业都是潜在的贷款服务对象。微众银行所服务的客户数量应该比网商银行还要多。与此相比较，中国自2005年以来一直通过创办小额信贷公司支持普惠金融服务，目前8000多家小额信贷公司每年所服务的小微企业的数量不超过100万家。

所以，影子银行也好，数字金融也好，它们快速发展的一个重要原因就是，正规金融部门或者传统金融机构的金融服务供给不足。它们所做的主要是两件事，一是变相的利率市场化，二是通过技术创新改善风控。这是一个非常了不起的创新，这个创新带来了许多革命性的变化。经济地理学家胡焕庸在20世纪30年代发现，从黑龙江的黑河到云南的腾冲画一条线（一般称为胡焕庸线），将中国分为两半，95%的经济活动都集中在线的东边，而线的西边却荒凉无比。但北京大学数字普惠金融指数表明，移动支付已经开始突破胡焕庸线，从2011年到2018年，东西部移动支付覆盖度指数的差异缩小了15%，这在近代确实是史无前例的。全世界都在关注中国的数字金融，受国际货币基金组织总裁拉加德之邀，北京大学数字金融研究中心和上海新金融研究院每年都会组织一批中国数字金融公司，像蚂蚁金服、京东、腾讯、陆金所等的高管和央行、银保监会等监管部门的官员一起，到华盛顿和国际货币基金组织联合举办关于中国数字金融的闭门研讨会。这个会议已经连续举办了两年，举办时间分别为2018年6月12日和2019年6月18日。国际货币基金

组织邀请中国的高管和官员参与专题研讨，这说明认可中国的数字金融。

影子银行与数字金融的快速发展，带出了要回答的第五个问题：为什么这段时间系统性金融风险变成了一个大问题？风险又是怎么累积起来的？2018年政府集中力量打三大攻坚战：一是消灭贫困，二是清理环境污染，三是防范系统性金融风险。图3-7是测算的系统性金融风险指数，自2008年以来确实在不断上升。系统性金融风险上升表现在很多方面，最重要的是杠杆率上升。杠杆率大概是近年来国际人士最关注的中国经济的一个风险问题。在2008年全球金融危机以前，中国的杠杆率不是特别高，只是比新兴市场国家稍微高一些，但是后来上升幅度非常大。2009年，美国的经济学家莱因哈特和罗格夫写了《这次不一样》一书，总结了过去800年的金融危机历史，试图找出一个规律性的机制，根据作者的总结，就是钱借多了会出问题，换句话说，杠杆率太高就会有风险。

从理论上说杠杆率是一个中性的概念。债务本来就是一个重要的金融现象，它可以帮助提高效率，支持劳动分工，推动经济发展，应该说是一件好事情。但如果居民、企业和政府借的钱太多就容易出问题，比如一旦现金流断裂，就容易形成恐慌，甚至造成系统性的后果。所以高杠杆率值得关注，杠杆率快速上升更需要高度关注。

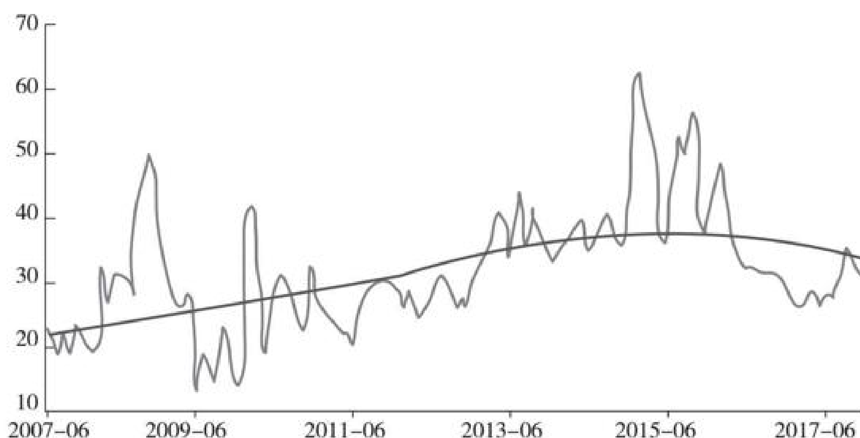


图3-7 中国系统性金融风险指数，2007—2017年

中国的杠杆率为什么这么高？首先，中国的金融体系是典型的银行主导，这意味着每一笔金融交易都以存贷款的形式实现，贷款就意味着

杠杆。反过来，如果金融体系是市场（特别是股票市场）主导，股权融资就不会增加杠杆。所以，中国的杠杆率高，起码部分原因是因为银行主导的金融体系。其次，在改革期间，企业出生容易死亡难，这样就形成了大批资质差的企业甚至资不抵债的“僵尸企业”。“僵尸企业”持续运营，说明社会在直接、间接地补贴它们，但这些补贴不是财政补贴，更多是金融市场提供的廉价资金。以国家统计局统计的规模以上制造业企业数据为例，正常企业的资产负债率平均为51%，而“僵尸企业”的资产负债率平均为72%。这说明本来应该淘汰的企业没有淘汰，大大降低了金融资源的利用效率；也说明缺乏市场纪律。为了保持一定的经济增长速度，货币政策只好进一步扩张，提供更多的流动性，这会进一步推升企业与综合杠杆率。在改革期间，货币政策总体上是宽松容易、紧缩困难，现在依然如此。

而近年来杠杆率问题变得突出，并不只是因为高杠杆率水平本身，更重要的原因是杠杆率的快速上升，这是非常危险的一件事情，因为它往往伴随着资金的低效配置，资产泡沫的形成，等等。从图3-8可以看出，2009年以后，中国非金融部门的杠杆率大概增加了100个百分点，这引起了国际投资者的高度关注与普遍担心，显然，那段时间杠杆率上升的一个重要推动力量是政府在2008年底宣布的“一揽子计划”。

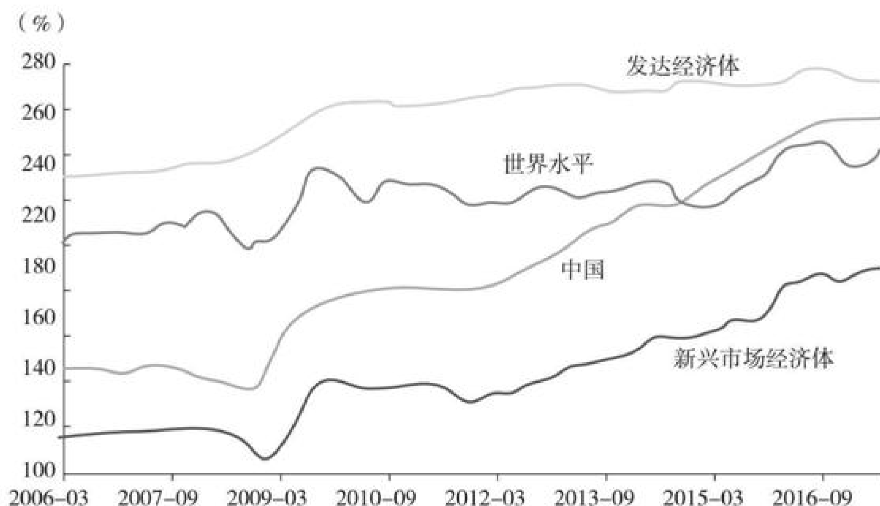


图3-8 非金融部门的杠杆率

那么，中国的高杠杆率究竟会带来什么样的后果呢？一些官员和学者担心中国会发生“明斯基时刻”，就是在杠杆率稳定上升一段时间之

后，投资者信心忽然丧失、市场崩盘，由此引发金融危机。但其实在中国发生这种情形的可能性不太大，原因是虽然总杠杆率上升很快，但是如果分部门看，中央政府的杠杆率并不是那么高。国际货币基金组织对中国政府的综合杠杆率有一个评估，大概为50%多。在国际上一般以60%为门槛。居民的杠杆率最近几年有所上升，但也不是特别高。居民借的钱有很多放在了房地产市场，如果房地产市场发生波动，会对金融体系造成压力。但中国的房地产市场有一个特殊的因素，就是首付率比较高，买第一套房子的首付要30%~40%，如果是买多套房，首付最高要70%~80%。高首付率的好处在于，万一市场波动，抗压能力比较强。首付少的话，一旦市场波动，容易出现负资产，即欠银行的钱超过手上房子的价值，这时候借款人违约的概率就很高。中国的首付率比较高，房地产价格适当波动，不太会引起激烈震荡，短期风险比较可控。

杠杆率问题最大的为非金融企业，现在已经到了GDP的160%，这个数值在全世界可能都很高。非金融企业还可以分为两个部门——国企和民企。在2008年全球金融危机以后，民企去杠杆非常明显。当金融危机爆发，全球经济进入衰退，一个理性的企业家要做的事情就是，暂时不要再投资，暂时不要再扩张。如果有钱就先把欠款还掉，因为不知道下一步会怎么样，这时候其实是“现金为王”。问题是国企的杠杆率相对比较稳健，开始还往上升，后来略微有所下降。所以总体看来，民企和国企的杠杆率出现了分化，国企杠杆率相对较高，民企杠杆率已经下降了很多。这样的杠杆率分化可能是不幸的，因为无论是从利润率的指标来看，还是从生产率的指标来看，或是从资金回报的指标来看，民企的表现都比国企好，这个分化意味着好杠杆在下降，而坏杠杆则在上升。但这个分化也有好处，不太可能因为信心崩溃而导致金融危机，因为国有企业还是有政府信用支持的。

但这并不是说高杠杆率不会产生后果，后果就是金融资源的利用效率不断下降。前面提到的边际资本产出率的变化就是一个证据。这个比率上升的趋势如果不转变，最后的结果很可能是重演日本失去的10年或者20年，即使有很多资本投入经济，产出也不再反应。当然，一定不会因此发生金融危机的话，谁也不敢说。过去的经验是，金融危机总是在最意想不到的时候，以最意想不到的方式发生，所以一定要防范。

近年系统性金融风险明显上升，还有一个重要因素，就是创新频频，但监管跟不上。图3-9展示的是2005—2015年中国金融监管有效性

指数，可以看出，自2013年以来，监管有效性确实在不断下降。可以说，金融风险的根源就是监管的问题，具体反映在三个方面。

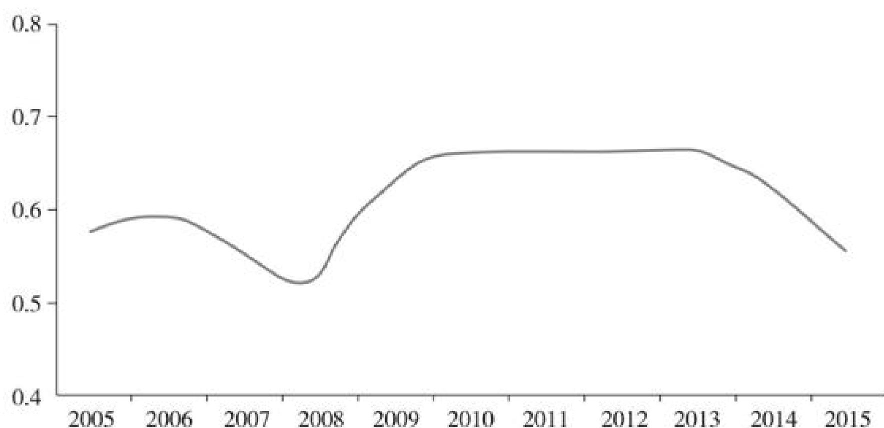


图3-9 中国金融监管有效性指数，2005—2015年

第一，过去的监管框架对审慎监管不够重视。客观地说，中国改革开放40年，没有发生过系统性的金融危机，原因不在于监管做得好，而是主要因为两个因素的贡献：一是经济持续高增长，这样就可以在发展中解决问题；二是政府兜底，一旦出现问题，就由政府买单，所以投资者信心不会动摇，政府就可以腾出手来处理金融风险问题，同时努力改变造成问题的因素。最典型的案例是亚洲金融危机期间，中国银行业的平均不良率超过30%，但没有发生银行挤兑，原因就在于政府的担保。后来通过冲销坏账、注入资本金、引入战略投资者和资本市场上市等一系列举措，四大国有商业银行都成长为国际大银行。但这样的做法也有问题，反正政府会兜底，降低了监管与机构努力工作的动力与压力，也就会造成道德风险问题，很多风险因素可能会重演甚至放大。2019年爆发的以包商银行为代表的中小银行的风险问题，就是一个“银行乱来、监管缺位”的例子。这样的现象持续下去，总有政府兜不住的一天。

第二，中国的监管框架还有一个内在的矛盾，就是监管部门的双重责任，既要承担对行业的监管责任，同时也要承担促进行业发展的责任，而这两个责任之间有时候是有矛盾的。如果一个监管机构的目标是把本行业做大，可能会在一定程度上忽略风险因素。而做大本行业对于监管部门是有政治利益的，因此在两大责任之间，监管部门很容易出现重发展、轻监管的倾向。这个问题前几年在保险行业就发生过。

第三，分业监管的政策框架已经不太适应金融创新的现实。分业监管就是谁发牌照谁监管，核心是机构监管，这套做法在过去应该算是行之有效的，银、证、保三大监管部门，加上央行，各管一摊。按道理，把所有持牌机构管住了，金融业也就被管住了。但问题是，这几年交叉业务和新兴金融业务十分活跃，比如银行借用资管企业的通道做投资，这样的业务超越了传统分业监管的范畴，所以应该由银监会还是证监会监管呢？还有更多的新型业务完全不知道应该如何归类，特别是部分提供金融服务的机构根本没有申请牌照。以P2P为例，第一家P2P平台上线是在2007年，到2016年第一份P2P暂行管理办法出台，9年时间，基本上就是监管空白，各种平台野蛮生长。平台总数将近6000家，问题平台的比例非常高，原因就在于缺乏资质审查，整个行业鱼龙混杂。好在虽然平台数量多，参与的投资者众，但所涉及的资金数额不是特别多，多的时候大概两万多亿元，尚构不成系统性金融风险。按说金融交易应该做到监管的全覆盖，但事实上没有全覆盖。所以现在监管要从过去的机构监管转向功能监管，只要做交易就必须受到监管，而不是说银行做的由银监会监管，保险公司做的由保监会监管，证券公司做的由证监会监管，应该按照业务类型来分工。

所以，监管改革的第一条是要做到监管全覆盖，影子银行也好，数字金融也好，都必须在监管框架内开展业务。过去这几年政府确实一直在努力做这件事。不过在加强监管的时候，也需要尽量做得稳妥一些。加强监管的目的是防范风险，但它同时也会使实体经济受到一定的冲击。比如在2018年，对影子银行加强监管，小微企业就开始叫苦。原因就在于大多数影子银行业务是服务于实体经济需求的，现在要整治，没有问题，但需要考虑后果，应该尽量让调整过程变得平稳一些。比如让影子银行回到资产负债表内，这个思路是对的。但怎么回却又有讲究。

一方面，回表就意味着原来表内的监管要求都要履行。银行比较典型的是有对流动性、存款准备金的要求。如果有100万元从表外贷款拿到表内，要求有10%的存款准备金率，必须把10万元存在央行不动，所以只能自己再存10万元。这么一算，100万的业务规模，至少需要20万元作为支撑，这是增加成本的。更重要的是，现在很多银行缺乏有效的补充资本金的手段，资本金不能增加，表外业务就无法回表。2019年初央行允许让一些商业银行发永续债，目的就是发永续债来补充资本金，这样一部分影子银行的交易就可以回到表内。

另一方面，影子银行还有一个重要动机，就是规避正规金融部门的利率与其他管制。现在要回表，能不能同时把那些管制取消掉，也就是进一步推进市场化改革，比如利率市场化也是一个问题。如果政策不能调整，那么回表以后只能终止原来在表外为实体经济，尤其是小微企业提供的金融服务。这方面是有先例的。中国东南沿海一些地方的民间借贷一直很活跃，做得也不错，有一套独特的信用评估与风险控制手段，唯一的问题是没有受到监管，一旦出现风险就很难获得帮助并妥善处置。所以有的地方就搞民间借贷阳光化的试点，让它们变成正规交易，接受监管。问题是一旦阳光化，原来的那一套就做不了，然后又重新出来一批新的民间借贷。因此，在整治影子银行和数字金融的时候，控制风险很重要，但同时必须考虑为什么当初会形成这样的一些交易。

如果简单地做一个总结，近年系统性金融风险上升的原因有很多，但归根到底是两条。一是缺乏市场纪律。这造成了严重的道德风险问题，金融风险越积越多，高杠杆率就是其中一个表现。二是监管管不住。新兴业务不想管，交叉业务管不了，机构业务也没管住。按说银行都是正规的持牌金融机构，接受监管没有什么障碍，政策框架也十分清晰，结果还是几百家中小银行大面积出现了问题，当然可以责怪董事长，责怪大股东，但监管的责任是推卸不掉的。再进一步看，这两个因素的背后有一个共同的原因，就是政府干预，政府代行了很多本该由市场和监管做的工作。因此，防范系统性金融风险，也应该从进一步推进市场化改革出发，同时改革监管框架。

最后一个问题是：未来中国的金融体系会是什么样子？这个问题有很大的不确定性，答案在随着经济环境的变化而变化。因此，很难做完整的预测，只能做一些大的猜测。全球金融危机爆发的那一年，美国的一位前财长来北京见一位主管金融的国务院领导。这位领导跟美国前财长说，中国一直把美国当“先生”看，现在美国发生了严重的金融危机，“先生”自己出问题了，学生就有点束手无策，不知道下一步该怎么做了。这话可能是半开玩笑，但背后的深刻问题是，中国的金融体系未来是什么样子，现在出现了一个很大的问号。很多学者原来以为中国应该往欧美模式的方向努力。现在的问题是欧美自己也发生了重大危机，这个方向是不是还要继续坚持？更重要的是，欧美的金融体系其实也是各不相同，并不都是统一的模式。前面讲过英美和德日的模式就不一样，那么中国未来的目标是瞄准英美模式还是德日模式，或者是搞中国特色的社会主义金融体系，这些都需要很认真的思考。

目前看，未来的走向可以从两个方面来考量。

一方面，从大方向来说，既然中国的金融抑制已经变成限制经济增长和影响金融稳定的重要因素，下一步就应该往市场化的方向走，这个应该没有什么争议。所谓往市场化的方向走，主要是三句话：一是发展多层次的资本市场，二是让市场机制在资源配置中发挥决定性作用，三是守住不发生系统性金融风险的底线。这三点都是要往市场的方向走，让市场来配置资源，让市场的规模扩大，改善监管体系。未来在这三个方向还有很长的路要走，但也不是简单地往某一个方向走，在走的过程中需要考虑哪些适合、哪些不适合中国国情。过去40年的经验已经表明，不能认为政府在金融体系中发挥作用就一定是负面的，这其实是一个动态的过程。1978年改革时中国没有选择一步到位的休克疗法，即便到今天，恐怕这也不是可以一放了之的事情。政府在金融体系中究竟发挥什么样的作用，需要更多深刻的思考。在市场化的过程中，有许多特殊的现象和关系需要应对。比如资本流动是不是要完全自由，如果金融体系不够健全，一旦出现资本大进大出，就容易影响金融稳定，这个时候选择适度的对短期跨境资本流动的管理，反而可能是有益的。再比如国有企业改革，官方文件提出了"竞争中性"的概念，这是很好的改革方向，但什么时候可能真正做到"竞争中性"，必须有一个客观的估计。在这个过渡阶段，完全放开不见得是好事。比如利率市场化以后，如何应对国有企业非市场化的行为？也许适当的政府干预仍然是必要的，目的是既要保持金融稳定，同时又不对金融效率造成太大的影响。

另一方面，要发展资本市场。这个肯定没有错，已经写入十八届三中全会的决议。但问题是中国的金融市场能发挥多大的作用。在国际上，英美的金融体系是市场主导，德日是银行主导。要补充说明的是，即便是美国和英国这样的所谓市场主导的金融体系，银行和非银行机构的贷款比例在企业外部融资中也超过一半。也就是说，英美市场占主导只是相对而言，其市场融资比重只是比较高而已。从图3-10看到，美国债券市场32%，股票市场11%，两个加在一起为43%，虽不到一半，但比例也是非常高的。德国和日本的债券和股票市场加在一起大约是15%、14%。中国的数据显示，在非金融企业外部融资当中，股票和债券的融资比重大概在15%左右。这个比例还能提高到多少？未来的金融体系要发展，但是恐怕在相当长时间内，银行和间接融资渠道，像保险公司、信托公司这些机构，在中国金融体系的重要地位不会出现太大的下降。

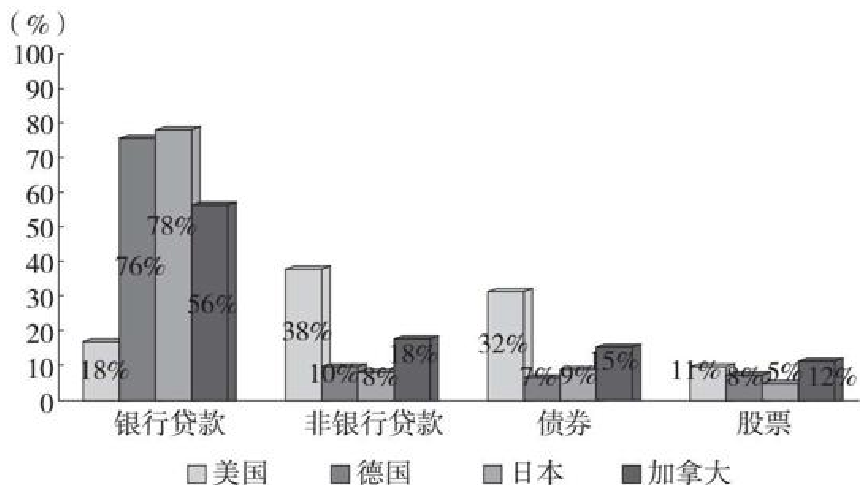


图3-10 非金融企业外部资金来源：美国、德国、日本和加拿大（1970—2000）

资料来源：弗雷德里克·S.米什金，《货币金融学（第十一版）》，中国人民大学出版社，2016

这里有几方面的原因。

一是如果说未来金融改革的目的是解决小微企业、民营企业的融资难问题，指望资本市场来解决这个问题的可能性不是很大。间接融资也好，直接融资也好，主要的目的是要降低信息不对称程度，银行做的是这个工作，资本市场做的也是这个工作。对于企业融资来说，进入资本市场融资的门槛远远高于到银行去融资的门槛。股票市场发展以后，就跑到股票市场融资，大企业的可能性要远远超过小企业。小企业如果不能达到银行的融资门槛，要达到资本市场的融资门槛，难度会更大一些。

二是学习金融历史，就会发现一个特别有意思的现象。不同国家的金融体系构成不一样，不仅仅是因为政府的政策偏好决定的，在很大程度上是政治、文化、历史、经济等很多因素的综合。那些市场主导的国家，一般都是自由主义、个人主义至上的，他更加崇尚对个人权利的保护以及分散决策，英国、美国都是这样的体系。而由银行主导金融体系的国家，比如日本和德国，更多强调的是集体主义、合作、统一决策。未来中国金融体系更可能往哪个方向走？中国的改革方向肯定是让市场发挥更大的作用。也许在短期内把市场做得特别大，但难度会很大。说实话，中国的股票市场发展了近30年，仍然没有成为有效的投资渠道，

这个现象背后的原因是值得深思的。

三是技术会使未来的金融体系产生很大改变。金融科技或者是数字金融，确实在很多方面改变了金融体系。下一轮的改变，可能会越来越多地体现在传统金融部门，比如银行、保险公司、证券公司，未来可能会变成数字金融的主力。当然这些大科技公司还会继续做，也许会出现新的劳动分工，擅长做技术的就做技术，擅长做金融的就做金融。这样的一个体系形成以后，对金融体系和整个宏观经济都会造成翻天覆地的变化。

---

[1] 作者于2019年4月11日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

国家资产负债表与供给侧结构性改革[1]

张晓晶

论坛成员、中国社会科学院经济研究所副所长

国家资产负债表听起来很复杂，但如果结合现实中的家庭或者公司，就非常好理解。每个家庭或公司都会有自己的一本账。作为国家也需要有一本账，即所谓的“国家账本”。这个账本里一边是资产，另一边是负债。现在讲国家治理，讲提高国家治理能力，首先要做到“心中有数”，这个“数”包含了很多方面。国家账本或者说国家资产负债表提供的这种非常专业的数据，在国家治理中发挥着十分重要的作用。

最近读到一些文献，讲古罗马帝国的治理，核心就在于国家能不能把税收上来，而征税能力就体现在你有没有基础数据。一个国家的土地也好，人口也好，还有其他的财富也好，到底在哪里？如果不掌握这些信息，就无法收税，更谈不上国家治理了。编制国家账本，最初的动因可能就是征税。再有一个原因就是开展国际竞争或者是有战争的需要。摸清家底，是想看看自己有没有足够的资源或能力来赢得战争。没有这样一个国家资产负债表，国家治理就会遇到很大困难。

本文想和大家分享以下几个方面的内容。

第一，国家资产负债表研究的进展。

第二，国家资产（财富）视角的分析。

第三，国家负债（杠杆率）视角的分析。

第四，国家资产负债表视角下的供给侧结构性改革。

我认为国家资产负债表这样的专业数据，特别是对结构性问题的揭示，能够启发我们未来改革的方向。

一、国家资产负债表研究的进展

（一）国家资产负债表溯源

学过经济学特别是经济思想史的，对威廉·配第应该很熟悉。亚当·斯密的《国富论》发表于1776年，配第的《政治算术》约在此100年前，即1676年完成。配第称得上是财富估算的鼻祖。他的很多估算方法看起来很“原始”，其实今天我们仍在用。比如根据土地租金推算土地价值，根据房屋租金推算房屋价值，根据平均工资和平均支出推算劳动力价值，根据人口数目和盈余收益推算国家财富，等等。所以马克思说他是政治经济学之父，在某种程度上也可以说他是统计学的创始人。

拉瓦锡，他是一位化学家，被称为化学之父。他也做过财富统计，而且起了很大作用。拉瓦锡在1791年出版的著作《法兰西王国的领土财富》中，公布了他关于1789年情况的核算。法国大革命后颁布的税收制度就是受到这部著作的启发，著作中的方法被广泛运用于估算新税制的预期收益。可惜的是，法国大革命把他送上了断头台，因为他是包税商（或者还有别的什么原因）。这里我想引用拉格朗日的一句话：“他们可以一眨眼就把他的头砍下来，但他那样的头脑一百年也再长不出一个来了。”

关于财富估算当然不止这两位。到第一次世界大战之前，有关财富估算都还是比较时髦的。当时，想成为一名经济学家，首先要能够衡量一个国家的国民资本，这几乎成了一种经济学入门仪式。

国际上流行的财富研究在20世纪初传到了中国。中国一直在紧跟世界步伐，即便在那个时候也是。财富研究传到中国成为国富研究。我在一些旧的报纸杂志寻找关于国富研究的文献，结果发现，尽管封面上有国富研究，但在正文中却只有一个豆腐块，并且是穿插在很多与之无关的问题讨论中，像是一块“飞地”。但也可见，国富研究在当时是非常时髦的话题，即便一些非经济类的杂志也要刊登关于各国国富比较的数据。还有一个发现就是，日本一直在做着国富的调研（见图3-11）。研究者通过比较日本1913年（“一战”前）、1919年（“一战”后），以及1924年的国富数据，并与1925年六大强国数据进行比较，指出“日本国富近年颇有增加，而较诸英美，仍有逊色”。日本一直在做国富调研，这是值得我们关注的事情。就如开篇提到的，从事国富研究，或出于征税需要，或出于国际竞争（甚至战争）需要。日本这么做，看来颇有“先见之明”。

后来我们知道，特别是凯恩斯革命时期，一直到20世纪四五十年代，关于收入和产出方面的研究变得越来越重要。

經濟之微波 第一冊

日本最近的國富調查

附六大強國之國富

本年中央日報載：日本內閣統計局因前六年曾由國務院調查戰前戰後之國富，現依其例，推[illegible]之國富。結果查得在大正十三年底，日本國富為一千零二十三萬萬元，依全國人口分配，每人占[illegible]百三十一元。日本國富近年頗有增加，而較諸英美，仍有遜色，列表如下。

	大正十三年底（日元）	戰後（大正八年底）	戰前（大正二年底）
國富總額	一〇二、三四三、四九〇、〇〇〇	八六、〇七七、〇七〇、〇〇〇	三二、〇四三、一三〇、[illegible]
每人平均占	一、七三一	一、五三〇	[illegible]

國富內容（主要項目）（單位日元）

土地	三三、二四七、三四〇、〇〇〇
礦山	三、五二三、二三〇、〇〇〇
家具及家財	九、六八四、〇一〇、〇〇〇
海湖川及港灣	五、一五八、六〇〇、〇〇〇
樹木	一、七四七、六七〇、〇〇〇
建築物	一六、三二七、二一〇、〇〇〇
製造工業機械	一、九八七、二〇〇、[illegible]
鐵路及航道	三、五四四、二一〇、[illegible]
農產品	三、三一〇、四二〇、[illegible]
工產品	二、三一一、一六〇、[illegible]
貨幣及金銀	一、八二三、八二〇、[illegible]
政府各省財產	六、四八三、八八〇、[illegible]

六大強國之國富

國	年份	國富	每人平均占
美國	一九二五	七六六、三五六、〇〇〇、〇〇〇	六、六〇七
英國	一九二五	二三六、三三〇、〇〇〇、〇〇〇	五、二四七
法國	一九二五	一〇三、五二〇、〇〇〇、〇〇〇	二、五四九
德國	一九二二	七一、六一四、〇〇〇、〇〇〇	一、一五四
意國	一九二五	四四、七三八、〇〇〇、〇〇〇	一、一一七
澳州	一九二五	一九、四三六、〇〇〇、〇〇〇	三、四五〇

图3-11 日本的国富调查

资料来源：《经济之微波》，1928年第1期。

接下来要介绍的是三位学者，他们都来自中国社会科学院经济研究所，是我的前辈。第一位是巫宝三先生。他的研究《中国国民所得（一九三三年）》，富有开创性，也产生了国际影响。第二位是吴承明先

生。抗战胜利后国民党成立了资源委员会，请国际上研究国民收入的“大咖”库兹涅茨到中国来，吴承明先生是他的助手。吴承明先生也发表过《中国资本构成和中国工业资本的估算》等。第三位是李伯重先生。他主要研究的是历史GDP，历史GDP跟历史资产负债表也有密切关联。

以上是国家财富估算的简史。非常简单，挂一漏万。

我们在回顾历史的时候，并没有认真讨论负债研究是什么时候开始的，它推进的历程是什么样子的。主要原因在于，财富的衡量相当复杂，而且大家一般会隐藏自己的财富。但是负债不一样，作为债权人会记得非常清楚，记录也非常详细。记录债务的行为很早，考古发现它比货币的出现都要早很多。而将资产与负债二者结合起来研究，则是在20世纪30年代。

大概在1936年就有美国学者提出，能不能用企业资产负债表的思路来构造国家资产负债表，这个思路慢慢发展成熟是在20世纪60年代。这里面有一个重要人物——戈德史密斯，他的主要工作就是编制美国的国家资产负债表。他编写了一本很厚的书——《金融结构与金融发展》，里面使用的大量数据就来自他编制的国家资产负债表。这体现出编表工作、基础统计工作的重要性。弗里德曼关于货币经济学的重要结论是从《美国货币史》里大量的统计数据分析中总结出来的；库兹涅茨有那么多的贡献，但他最重要的贡献就是关于国民经济的核算。著名的库兹涅茨曲线以及很多理论，包括我们讲的房地产周期，都是来自他的基本统计核算与发现。所以大家不要把资产负债表的编制仅仅看作一项统计性的、技术性的工作。我们要做理论创新，很多时候要依靠对各类数据的调查、挖掘、整理和归纳。

（二）中国社会科学院国家资产负债表研究中心

到现在为止，发达经济体基本上都有国家资产负债表。我们去经济合作与发展组织访问，他们展示G20哪些国家有资产负债表、哪些国家没有。中国显示的是没有。我们编制国家资产负债表并进行研究就是为了填补这个空白。

下面简单介绍一下国内的研究。说到这项工作，第一个想到的自然是统计局。统计局在很认真地做工作。统计局的工作人员在20世纪90年代就开始试编，并于2004年发布了1998年的国家资产负债表。最近，

他们编制出了2015年和2016年的国家资产负债表，不过没有对外发布。大概是由于社会上对统计数据有不少质疑的声音，导致统计局在发布数据上有一定压力。所以他们要做到心里特别有底，特别靠谱的时候才公开发布。

不久前，我在一个国际会议上遇到美国经济学家巴里·艾肯格教授。他是一位在国际金融史方面非常知名的专家。他当时看到我们的研究后说："本来我就对中国经济有信心，你又从国家资产角度补充了数据，我对中国经济更有信心了。"我想说的是，我们的研究实际上是要在全球范围内，特别是在中国的债务资产领域，建立自己的话语权。比如说中国的杠杆率。大家在做杠杆率研究的时候，首先是要找数据。现在人们大多用的是国际清算银行（BIS）的杠杆率数据。但是中国的杠杆率有多高，需要看BIS的数据，大家不觉得有点奇怪吗？中国自己就没有这方面的统计估算吗？

2017年开始，中国社会科学院国家资产负债表研究中心开始发布季度杠杆率数据。可以拿它与BIS的数据进行比较。首先，我们的数据比BIS的至少要早一个季度，到今天为止BIS的杠杆率数据只到2018年第三季度，而我们2019年第一季度的数据都快出来了。时间滞后带来的最大问题就是：由于杠杆率反映的周期性变化，会直接影响对经济形势的判断，所以数据滞后很容易导致误判。BIS 2018年第一季度的杠杆率出来以后引起了轩然大波。有媒体依据BIS数据得出判断：中国的杠杆率又上来了，以前的去杠杆成绩丧失过半。我们马上写文章做出回应（那个时候我们的第二季度杠杆率数据已经出来）。第一，第一季度看起来是上去了，但第二季度又下来了。第二，通过梳理1995年到现在的整个时间序列数据，我们发现每到一季度都有季节性的上升。当然这背后有很多原因，但显然不是去杠杆出了什么问题。第三，和我们的比，BIS的杠杆率数据偏高。

现在有一种不太好的风气，就是在说负面事情的时候，说得越不好，听的人甚至信的人会越多；如果在说正面的事情，说多了就会被质疑，认为想粉饰什么。我们的数据出来之后比BIS的要低，有人说："你们是不是出于什么考虑给调低了？"其实根本不是。BIS的数据为什么会比我们高？因为它有重复计算的部分。杠杆率估算最麻烦的地方在于，融资平台和企业债务怎么区分清楚、政府部门和非政府部门的债务怎么区分清楚。我们发现BIS估算中有重合的部分，并没有完全择清楚。

中国社会科学院国家资产负债表研究中心目前是国内唯一定期编制、研究和发布中国国家资产负债表的机构。2012年是三家团队（即李扬领衔的社科院团队、曹远征团队与马骏团队）一起在做，现在只剩下我们一家了。到目前为止，我们共出了三本中文专著，分别是《中国国家资产负债表2013》《中国国家资产负债表2015》《中国国家资产负债表2018》；两本英文专著，由国际著名出版机构施普林格出版。2018年的书是刚刚完成的，包括2000—2016年共17张国家资产负债表，这是非常了不起的成就。目前国家统计局只编制出了2015年和2016年共两张国家资产负债表。

前面在与BIS的杠杆率数据进行比较的时候，其实已经谈到了学术研究的国际话语权问题。经过八九年的努力，我们的研究在世界上已经获得了相当的认可。比如，著名中国问题专家巴里·诺顿在国际主流杂志《经济展望杂志》上发表的论文，以及《21世纪资本论》的作者皮凯蒂等人发表在《美国经济评论》上的论文，都引用了我们关于国家资产负债表的数据与方法。皮凯蒂的合作者之一杨利告诉我，为了这篇关于中国财富积累与分配的论文（即前述《美国经济评论》的论文），他把我们2013年和2015年出的两本书都翻遍了，做了很多标记，认真研究了我们的方法，觉得非常有帮助。他们的论文在某些方面对我们的方法有所改进；不过，在《中国国家资产负债表2018》的研究中，我们也在一些方面超越了他们（书中专门有一章是对皮凯蒂估算结果的比较和评论）。

还值得一提的是，有一位资深的美国会计学家去年专门给我发了一篇文章（已经在国外发表），是他对我们的国家资产负债表研究做的分析和比较，做得非常认真，也是对我们的肯定和鼓励。

此外，国际互动交流也很频繁。国际货币基金组织专家几乎每年都会与我们讨论国家资产负债表，特别是政府资产负债表问题。

以上介绍难免有点“王婆卖瓜”的嫌疑。但我更想说的是，我们的国家资产负债表研究在国际上已经有了一定的话语权，我们希望把这个研究进一步推进下去，这对于讲好中国故事非常重要。其实要讲好中国故事，关键不在于修辞，或者是变换某个术语或概念，而在于能拿出真实的数据，而且是能够让外国人信服的数据，这样，我们的中国故事才会有说服力，才会立得住、传得开。

（三）国家资产负债表编制简介

下面介绍一下国家资产负债表的基本编制框架。

国家资产负债表的编制，大表基本上如表3-2所示。先看主栏，分非金融资产、金融资产/负债、资产负债差额（资产净值）。非金融资产包含哪些？有固定资产、存货，其他非金融资产（如土地、无形资产等），这些大家应该都有直观的感受。比如一个家庭有多少非金融资产，房产、汽车或者以前的几大件，这些都是非金融资产。金融资产，比如你的存款、理财产品等。当然你可能还有负债，比如住房抵押贷款等。资产减掉负债，就会获得一个资产净值，即最后的余额。再看宾栏，国内部门分成非金融企业、金融机构、政府、居民；还有一个是国外部门。国外部门在会计平衡上非常重要，它跟我们平常所说的对外部门（比如国家外汇管理局）不完全是一回事。我们把国内部门统计完之后，最后不能轧差的，就由国外部门来“补齐”。国外部门其实就是国内部门的镜像。

表3-2 国家资产负债表编制框架

	非金融企业	金融机构	政府	居民	国内部门合计	国外部门	总计
非金融资产							
固定资产 （房屋和构筑物、机器和设备、培育性生物资源、知识产权产品）							
存货							
其他非金融资产 （土地、无形资产、递延资产及其他资产）							
金融资产 / 负债							
（一）国内金融资产 / 负债							
通货与存款							
贷款							
股票和投资基金份额							
债务性证券							
保险准备金和社保基金权益							
其他应收 / 应付款项							
（二）国外金融资产 / 负债							
直接投资							
证券投资							
其他投资							
（三）储备资产							
黄金储备与特别提款权							
外汇储备							
资产负债差额（资产净值）							

以下是国家资产负债表的几个基本恒等式：总资产 = 负债 + 资产净值

总资产 = 非金融资产 + 金融资产

资产净值 = 非金融资产（全球作为一个整体）

国内部门的资产净值（单一经济体）

= 非金融资产 + 国内部门净金融资产

= 非金融资产 + 净国际投资头寸

如果把全球作为一个整体（这个时候就没有国外部门了），那么全球的资产净值就等于非金融资产，因为金融资产与负债在全球范围内相互抵销了。但就国内部门而言，资产净值就等于非金融资产加上国内部门净金融资产，后者体现为对外的资产净值，一般就是净国际投资头寸。

二、国家资产（财富）视角的分析

现在讲到我们关于中国国家资产负债表的最新估算。“国家账本”的大数如下。截至2016年，我国社会净资产是437万亿元，这是我们衡量一国财富所用的指标。其中非金融资产424万亿元，净金融资产13万亿元。进一步细分，政府财富占27%，居民财富占73%。

（一）财富角度的综合国力比较

接下来进行国际比较。我们拥有千万亿级总资产，净资产400多万亿元。这在国际上是什么水平呢？社会净财富换算成美元，中国是63万亿美元，而美国接近90万亿美元（见表3-3）。以前我们比较综合国力，说什么时候跃为世界第二，什么时候将会超过美国，基本上用的都是GDP。但GDP实际上就是一个流量概念，是一年的收入流，这样比较显然是不够的，财富存量比较才是更重要的。用财富来衡量，我们又发现一个有意思的现象，可能会引起争议。因为从财富角度看，中国的综合国力虽然也处在世界第二，但比GDP所显示的更接近于美国的实力。2016年中国GDP占美国的比重为57.3%（2018年为66.3%），而中国社会净财富则占到美国的70.7%。如果以联合国估算的包容性财富来衡量，则中国占美国的比重为68.3%（2014年）。

表3-3 截至2016年财富的国际比较（单位：亿美元）

	德国	日本	英国	美国	中国
社会净财富	162 169	286 356	120 747	891 581	630 074
GDP	33 066	46 023	24 347	187 072	107 099

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

财富占比高于GDP占比，这里当然会涉及估算方法问题。财富估算比GDP估算要复杂得多，所以财富估算的结果对方法的依赖性也要更强。目前来看，GDP核算已有共识，但财富估算却还有不少分歧。这是我们在使用财富数据并进行国际比较的时候需要注意的。

有人问：财富数据的测算有没有存量和流量叠加的现象？

这是一个好问题。我们在研究过程中也遇到很多问题，然后试图回答它们。其实，我们不能简单地将GDP叠加作为财富存量。GDP形成以后，要么消费要么浪费，或者形成豆腐渣工程、僵尸企业、银行坏账等，所有这些如果扣除就很难变成财富存量。实际上，GDP中总有一部分没有办法形成真正的财富积累。如果说过去40年中国的GDP平均每年增长9.5%，实际上财富形成根本不是流量叠加，因为叠加的过程中有很多损失浪费。这导致一些人认为我国财富积累速度应该很低，至少低于发达经济体，因为我们的发展方式出现问题了。这种猜测有一定道理。但结果也很奇怪，那就是中国的财富积累速度非常快。

中国财富增长为什么这么快？原因有两条：一是GDP增长快，二是消费少。没有GDP、没有流量，你什么也留不下来。有了国民收入，消费掉一些，储存下来的才可能变成财富。比如我们刚开始搞工业化的时候，全国都要勒紧裤腰带，要轻消费、重积累。今天的消费少不一定是真的由于勒紧裤腰带，而是因为有太多的因素限制了消费，影响了消费。不管是什么原因，最后的结果就是消费偏低，储蓄偏高。

从国际比较看，中国的国民储蓄率处在世界前列。国民储蓄率在40%以上的国家就很少，2017年中国47.4%的国民储蓄率确实是非常高了。发达国家的国民储蓄率基本上是20%左右，新兴经济体、发展中国家基本上是30%左右，东亚国家比这个数高一点，但也比中国低。高储蓄就得有高投资，从而形成较多的财富存量。这个现象短期变不了。但随着中国人口进入老龄化，增长由投资驱动转向消费驱动，储蓄率会不

断下降（事实上自2008年以来，我国的国民储蓄率已经有所下降），财富积累的速度也会随之放慢。

为了获得对财富比较的更全面认识，我们来看看世界银行、阿罗等人以及联合国的估算。需要指出的是，这些估算并没有用标准的国家资产负债表方法，财富包括了生成资本、人力资本、自然资本，甚至制度资本等，其涵盖范围显然比一般的资产负债表要广。

世界银行在2006年、2011年先后发表两篇关于全球国民财富的报告。在这些报告中，世界银行首先估算了综合性国民财富，然后将国民财富划分为四部分：生成资本、自然资本、人力资本，以及制度资本（如法制、政府效率、社会互信等）。根据世界银行的数据不难看出，中美国民财富存在巨大差异（见表3-4）：一方面，从结构看，中国的无形资本的比重明显偏低，而自然资本、生成资本与城市用地的比重又很高。这显示了后发国家在经济发展中，更为重视工厂、矿山、土地等“有形”财富的积累，而在很大程度上轻视人力、制度等“无形”财富的增加。另一方面，从规模上看，美国人均国民财富和人均无形资产分别是中国的38倍和70倍之多。

表3-4 世界银行：2005年中美两国财富核算（美元）

国家	全部国民财富	自然资本	生成资本与城市用地	无形资本	国际投资净头寸	人均国民财富	人均无形资本
中国	25.09万亿	5.23万亿（其中地下矿藏1.05万亿）	7.85万亿	11.64万亿	0.37万亿	19 234	8 921
美国	217.62万亿	4.10万亿（其中地下矿藏1.03万亿）	29.66万亿	185.92万亿	-2.06万亿	734 195	627 246

注：这里的无形资本是指人力资本及制度资本（比如法制、政府效率、社会互信等），与一般所说的无形资产（比如知识产权）不同。

资料来源：世界银行，《不断变化的国家财富：衡量新千年的可持续发展》（The Changing Wealth of Nations：Measuring Sustainable

Development in the New Millennium），2011。

继世界银行2006年的报告之后，诺贝尔经济学奖得主阿罗及其合作者对中美等国的国民财富及增长可持续性进行了研究。阿罗等人分别直接计算了自然资本、人力资本、再生资本、石油资本收益以及碳排放损失，并将之加总估计出全部国民财富（见表3-5）。中国全部财富不及美国的四分之一，差距最大的为人力资本。

表3-5 2000年中美国民财富比较（万亿美元）

年份	全部财富	自然资本	人力资本	再生资本	石油资本收益（变动额）	碳排放损失（变动额）
中国	19.40	3.85	9.39	6.47	−0.31	−0
美国	84.89	5.70	64.80	15.92	−1.37	−0.17

资料来源：肯尼斯·阿罗等人，《可持续性与财富衡量》（Sustainability and the measurement of wealth），美国国家经济研究局第16599号工作报告，2010。

联合国下属相关机构与项目组则推出了对包容性财富的估算。与世界银行及阿罗等人的研究结果相比，中国与发达经济体之间包容性财富的差距要小得多。以2014年为例，中国的包容性财富相当于美国的68.3%，日本的167.0%，德国的260.9%，英国的464.8%（见表3-6）。

表3-6 联合国：包容性财富的国际比较（十亿美元，2005年不变价国际元）

	1990	1995	2000	2005	2010	2014
中国	34 176	37 795	41 374	45 731	52 592	60 253
人力资本	23 086	26 012	28 448	30 647	32 811	34 371
生成资本	1 537	2 365	3 831	6 445	11 534	18 000
自然资本	9 552	9 417	9 094	8 640	8 247	7 882
美国	54 549	59 962	67 699	76 021	83 540	88 166

续表

	1990	1995	2000	2005	2010	2014
人力资本	22 901	24 852	26 787	28 289	30 118	31 265
生成资本	20 669	24 439	30 540	37 543	43 404	47 411
自然资本	10 979	10 671	10 372	10 189	10 018	9 490
英国	8 276	8 973	9 996	11 079	12 166	12 962
人力资本	3 960	4 117	4 323	4 548	4 848	5 129
生成资本	3 826	4 439	5 347	6 279	7 115	7 667
自然资本	490	417	326	252	203	166
日本	26 237	29 594	32 324	34 102	35 458	36 085
人力资本	12 310	12 931	13 528	13 987	14 505	14 688
生成资本	13 360	16 115	18 265	19 606	20 452	20 939
自然资本	567	548	531	509	501	458
德国	17 894	19 362	20 605	21 486	22 377	23 091
人力资本	9 052	9 467	9 692	9 806	9 890	9 928
生成资本	7 209	8 321	9 384	10 196	11 045	11 749
自然资本	1 633	1 574	1 529	1 484	1 442	1 414

资料来源：马男木俊介（编辑）、普希潘·库马尔（编辑），《包容性财富报告2018（Inclusive Wealth Report 2018）》，2018。

以上国际比较有三点值得关注。

首先，仅仅着眼于GDP赶超是不够的，还要从财富视角、经济增长的可持续性角度来进行综合国力的比较。过去讲流量赶超，现在要讲存量赶超。

其次，尽管用国家资产负债表方法估算出的财富来衡量，中国与美国的实力差距已经不是非常大，但从更加综合的视角进行的财富估算显示，中美之间差距还很大，特别是人力资本、制度资本与自然资源等方面，还有很大的追赶空间。这是我们在进行综合国力比较时要特别注意的方面。

最后，联合国的财富估算结果与我们的比较接近，但与世界银行的

结果差距较大，原因在于方法上的不同。世界银行先是通过未来各期（25年，约为一代人）消费流的折现价值总和（折现率4%）估算出综合性国民财富，然后再细分算出财富的各部分构成。中美未来消费流的差距应该是造成总财富差距的核心因素。世界银行用的是“先总后分”的办法。而联合国的研究是“先分后总”，由各部分资本加总出总财富。而这种“先分后总”的办法与编制国家资产负债表的方法是差不多的，所以结果也比较接近。

（二）财富分配

大家都特别关心财富的分布，因为这涉及资源配置，跟我们未来改革有很大关系。我们不能只关心财富积累，还得关心财富怎么分配，以及谁分的多、谁分的少。简单来说，当前我国财富分布状况：居民分配超过七成，政府分配接近三成（见表3-7）。为什么没有企业？因为企业的净财富，如果按最终所有者来划分，最后都归属到政府、居民或外国投资者了。所以企业部门的净值为0。

表3-7 财富的分配

	2000	2008	2012	2016
资产净值规模（亿元）	380 302	1 627 463	3 039 029	4 374 607
居民持有比例（%）	75	70	69	73
政府持有比例（%）	25	30	31	27

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

当我们看到财富分配接近“三七开”的时候，会觉得藏富于民似乎已经实现了。但事实可能并非如此。国际比较发现，政府部门资产净值，德国4%，日本1%，英国-9%，美国-6%。我们比较熟悉的发达经济体的这一数值很多是接近0或者是负的。这个很好解释：因为发达经济体实行私有制，土地私有，没有那么多国企，加上政府提供必要的公共服务需要发一堆债，结果就是政府净财富很少，甚至为负了。

为了更公允地来判断，可以参考国际货币基金组织更大范围的研究。据此研究，不少经济体的政府净资产是正的。有很多国家还很高，如挪威、俄罗斯、哈萨克斯坦、澳大利亚、加拿大、秘鲁、南非等，基

本上都是资源型国家。和这些资源型国家相比，中国政府持有的净资产比重还不是最高的，但比起一般的经济体是非常高的。我国政府资产净值明显高于发达经济体，主要决定因素有两点。一是发展阶段。政府主导、经济赶超，地方政府直接参与经济建设，形成大量的政府性财富。二是体制。以公有制为主体，土地、国有企业都算作政府资产（或公共部门资产）。

（三）财富收入比

在皮凯蒂的《21世纪资本论》中，财富收入比是一个核心概念。他用这个数据解释了几乎所有的事情。我在本文重点讲一下财富收入比的两层含义。

第一个层面，效率。财富是资产存量，收入是流量。财富收入比越高说明资产的产出能力越差，经济体的效率就越低。国际比较看，中国处在第二位，日本处在第一位（见图3-12）。是不是日本效率比我们低呢？这就要打个问号了，我们还没能给出很好的解释。所以当我们认为财富收入比是衡量效率的重要指标时，也要知道它可能是有局限性的，不一定反映得那么全面。

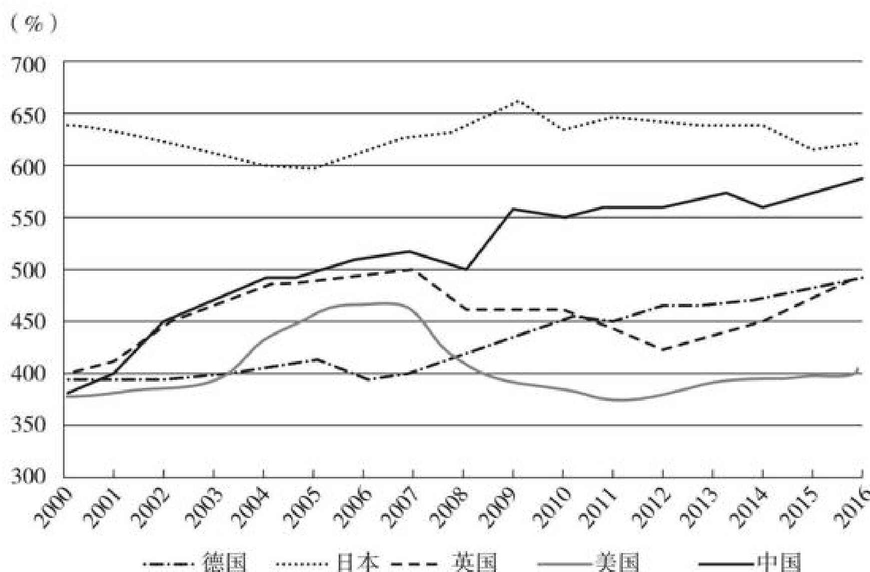


图3-12 财富收入比的国际比较（2000—2016）

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

第二个层面，分配。财富收入比有很明显的分配含义。如果把《21世纪资本论》压缩成一篇论文，主题就是“资本又回来了”。资本在整个经济运行、财富创造、财富分配过程中再次占据了重要位置，所以它才会被叫作“资本论”。这个结论来自财富收入比的不断上升。皮凯蒂认为现在全球的财富收入比，特别是发达国家财富收入比已经接近19世纪的高水平，“资本又回来了”，所以这个社会要进行根本改造。因此他像当年马克思发出宣言一样，提出要采取各种各样的改革措施。我在法国跟他交流，问他的政策主张和当年马克思提出的革命性举措有没有相似的地方。他的回答很聪明，说：“我主要还是做研究，把数据拿出来看看能得到什么结论，至于采取什么样的措施要由你们自己来定。”

（四）金融资产与金融业增加值

这些年来，我们的金融资产增速非常快。图3-13显示，2003年以后，金融资产增速基本上都高于GDP增速和非金融资产增速。比较典型的是在2012年以后，而且这个差距还在扩大。这不是什么特别的发现。因为2012年以来中国金融创新的步伐开始加快，出台了一系列政策，包括影子银行等的很多事情都跟这个有很大关系。

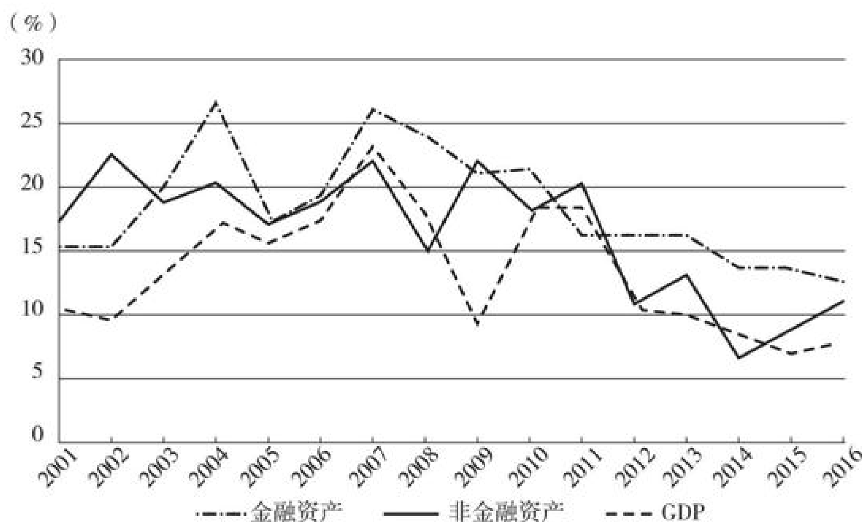


图3-13 金融资产增速快于非金融资产和GDP增速

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

从各国金融资产占GDP比重看（见图3-14），中国还不是很高，中

国金融还得发展。习总书记提出金融供给侧结构性改革，并不是说金融不发展，而是说应如何良性发展。

我国金融资产占GDP比重不是那么高，但是金融业的增加值几乎是世界第一（见图3-15）。为什么说几乎？因为有一些很小的国家，有可能比我国还高。但和主要发达经济体相比，已经是第一了。我们已经超过8%，英国最高的时候超过9%，英国金融的发展对实体经济和英国本身造成损害，他们自己称之为“金融诅咒”。大家可以想想，那么高的金融业增加值，瓜分的是谁的利益？按马克思的劳动价值论，金融和服务业不创造价值，分配的是实体经济收益。当然不是要否认金融服务对社会的价值。金融业增加值在一定意义上可以看作实体经济获得金融服务的成本，而这个金融服务的成本非常高。所以说需要推进金融供给侧结构性改革。

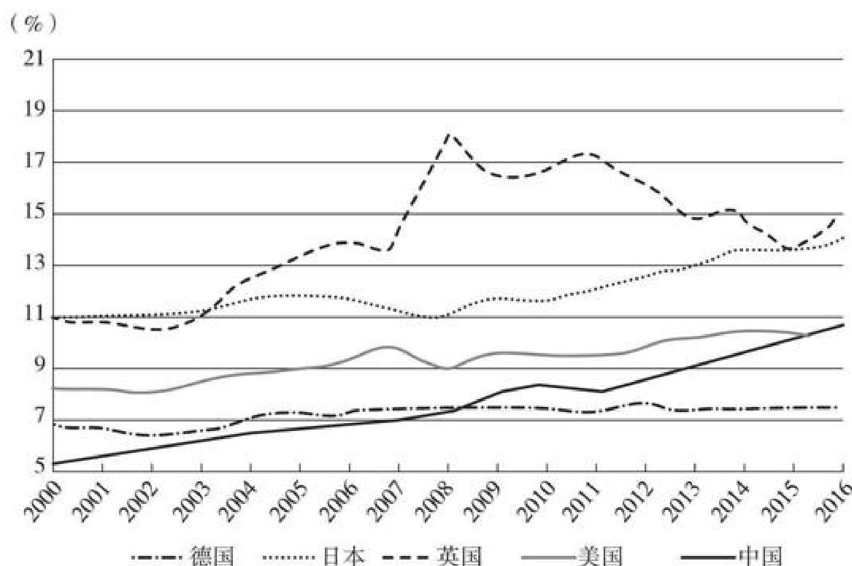


图3-14 各国金融资产占GDP比重

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

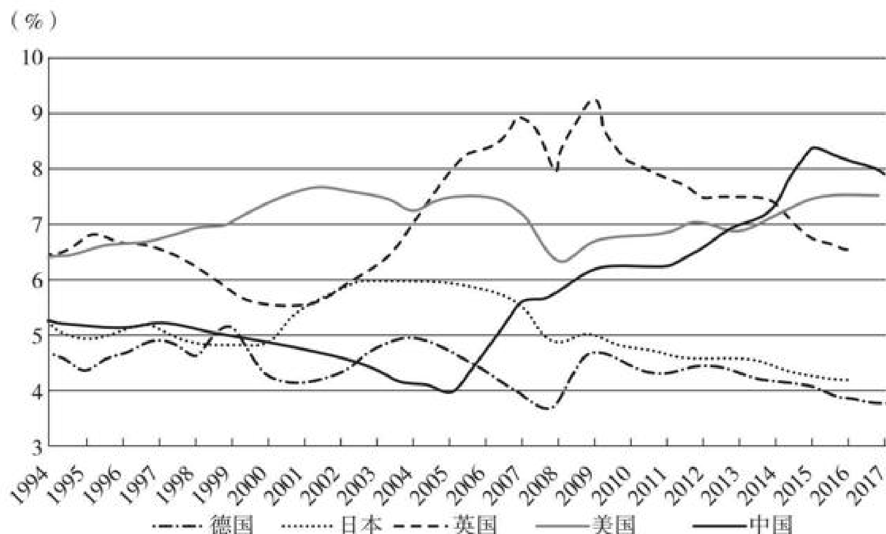


图3-15 金融业增加值占GDP比重

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

为什么中国金融业增加值占比这么高？我提出几个解释，供大家参考。

一是服务业增加值占比提高是国家五年规划的要求。而金融业增加值的提高往往是提高服务业增加值最有效的方式，它不但快而且还非常高端。二是2012年以来金融创新的推动。三是金融服务收费高。我们有那么多的储蓄，要转化为投资，大都要经过金融中介。金融中介大家耳熟能详，银行是坐收存贷利差的。现在的存贷款利率市场化、理财市场的发展等使得这方面情况有所好转，但过去金融中介坐收渔利是普遍现象。四是金融业增加值没有经过风险调整。我在内部讨论时提出一个看法，我们的金融业已经有了这么多增加值，是否可以高枕无忧了？其实不是，这只是在正常时期、安全时期所获得的收益。要等着出现风险的那一天吐出来，至少吐出一部分。因为这个周期还没有过去，银行坏账还在上升。我们的金融业增加值之所以高，是没有把风险损失考虑进去。目前国际上也在提倡采用风险调整办法。欧元区做过这样一个模拟，如果经风险调整，那么金融收益就会下降40%。如果认真地进行风险调整，再考虑到我们的风险损失可能比发达经济体更大，那么中国的金融业增加值占比就不会是世界第一了。

（五）直接融资与间接融资

我们要大力发展直接融资，这个提法没有问题。但我们发展直接融资是为了什么？就是为了提高直接融资占比吗？其实不是。如果就是要提高占比，那么直接融资怎么定义？麦金农、格利和肖、戈德史密斯等都有不同的定义。我们进行了梳理（见图3-16）。2016年狭义指标只考虑上市公司股价占GDP比重，中国最低；按麦金农的指标，中国比较低，但不是最低；按照格利和肖的指标，只要不通过金融中介所获得的融资都叫直接融资，与德日英美几个国家比较，我国直接融资已经排名第一；按照戈德史密斯的指标，我国也是很高的，接近美国（见表3-8）。

我国的直接融资占比与大家的直觉并不一致。问题出在哪里？我国的债务性融资更偏向于以银行为主导，而股权融资中银行的占比较低。正是由于大量股票与股权未被金融中介持有而是由政府直接持有，才导致了以格利和肖的标准来衡量的中国直接融资占比竟然高过德日英美。这个结果跟我前面所讲的政府财富占比27%是密切关联的。因为政府持有大量国有企业股权（包括非上市公司股权），从而使直接融资占比非常高。

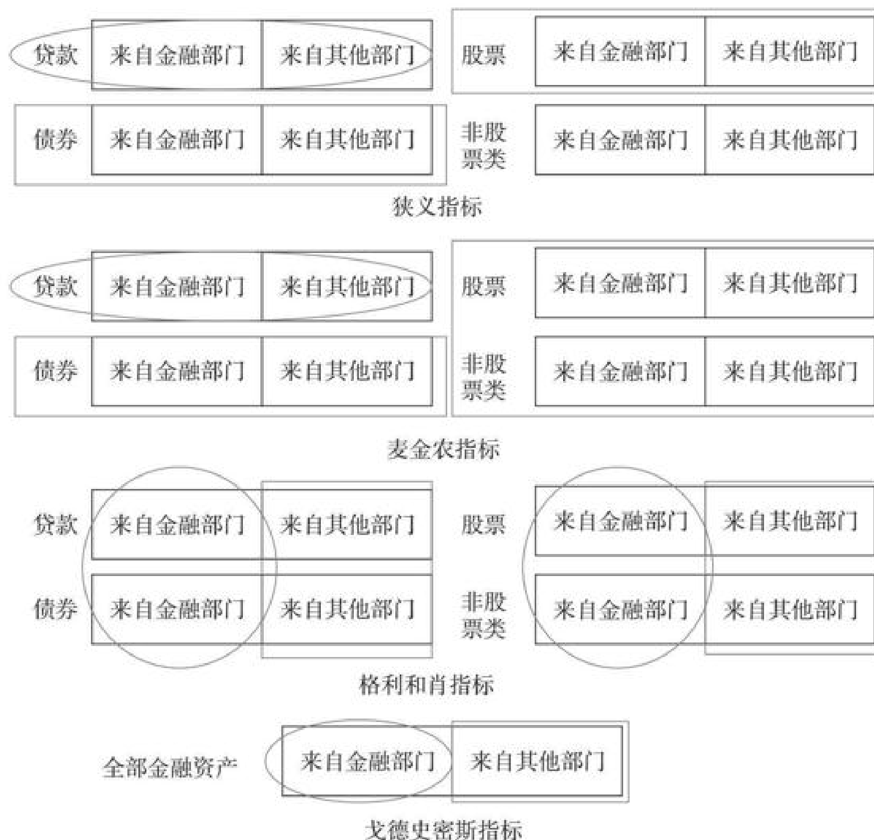


图3-16 直接融资与间接融资的不同定义

注：方框代表直接融资，圆框代表间接融资。作者制作。

表3-8 直接融资占比的国际比较（单位：%）

	德国	日本	英国	美国	中国
狭义指标（只考虑上市公司股票）	53.7	58.7	59.3	70.5	45.6
麦金农指标	61.0	64.7	65.8	76.9	65.3
格利和肖指标	26.9	33.9	20.9	39.2	41.9
戈德史密斯指标	43.8	47.6	31.1	54.0	53.7

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

这里有两点值得反思。一是格利和肖关于直接融资与间接融资的定

义，对于结构日趋复杂的金融体系来说，是有些“过时”了。至少，由此所得出的结论（比如中国直接融资占比更高），并没有很明晰的政策含义，那么这样区分的意义就不大，甚至可能会误导。二是中国今天提倡大力发展直接融资，绝不是来自格利和肖的标准，而是为了突出市场在金融资源配置中的决定性作用。我们在用一些学术概念，包括提一些政策建议时，一定要记得我们最初的动机是什么，不能被概念本身所束缚。如果这些没搞清楚，笼统地去谈发展直接融资就会迷失方向。

（六）价值重估、资产流动性与价格顺周期性

无论是社会净资产437万亿元，还是广义政府净资产近120万亿元，都体现出我国在财富积累方面的成果。不过，也有风险。这些财富真的能够应对“惊涛骇浪”，应对金融危机吗？这还需要从价值重估、资产流动性与价格顺周期性方面进一步剖析。

首先是价值重估。我们的财富增长那么快是什么导致的？是实际的财富增长或仅仅是价值重估？比如房地产价格一倍又一倍地往上翻，会不会哪天又跌下来了？这就会导致财富存量发生大幅波动。因此，价值重估因素必须考虑。我们对于全部非金融资产进行估算，2000—2015年这15年间，平均每年增长23.0万亿元，其中有68%（约15.7万亿元）来自投资，其余32%（约7.3万亿元）来自价值重估。企业上市后估值提升、住房价格上涨等是价值重估的主因。对于居民和政府的净金融资产，价值重估的贡献分别为53%和88%，即所持有的金融资产增加的部分一半以上来自资产估值的上升。

其次是资产流动性。资产的流动性考验处在动荡或危机时期的各经济部门的清偿能力。我国广义政府部门净资产为118.6万亿元，即使剔除掉变现能力较差的非金融资产，净金融资产也达到73.0万亿元；其中国有企业股权为52万亿元，占政府净金融资产的44%。政府非金融资产中，国有建设用地主要用于覆盖未来1～3年的土地供应，具有较强的流动性，这部分为23.9万亿元，占政府非金融资产的52.4%。总体而言，广义政府资产的变现能力还是比较强的。

最后是价格顺周期性。这和价值重估有很大关联。通过对资产增量的分解发现，2000—2015年，全部非金融资产增量中有32%来自价值重估的贡献，居民和政府这两个部门的非金融资产增量中分别有59%和36%来自估值提升。金融资产中的股票和投资基金等权益类资产具有更

强的顺周期性，其估值水平与经济周期密切相关。这也提醒我们，在经济面临下行周期时，对可能的金融风险应有更充分的准备，不能满足于拥有规模较大的资产净值。

（七）“国家账本”的启示

基于国家账本，特别是财富（资产）角度的分析，大体可以获得以下几个方面的启示。

第一，从财富积累角度，改革开放40年，我国的家底越来越厚。GDP差不多是美国的六成，而社会净财富则差不多是美国的七成。与GDP指标相比，财富指标所衡量的综合国力更接近于美国。

第二，大量财富积累与中国的低消费以及由此带来的高储蓄、高投资有着密切联系。随着我国逐步进入老龄化社会，以及消费驱动增长模式的建立，财富积累速度将会放缓。

第三，政府拥有近120万亿元净资产，可应对经济金融领域的惊涛骇浪。但考虑到地方隐性债务和养老金缺口，资产价格的顺周期性，以及“僵尸企业”所形成的无效资产，我们需要对当前的政府资产净值持谨慎态度。

第四，未来，财富积累将转向无形资本（人力资本与制度资本）、自然资本的积累。尽管这些并不都能在当前的国家资产负债表中体现。

三、国家负债（杠杆率）视角的分析

关于杠杆率，进行国际比较的时候，有三点比较重要：一是规模，二是速度，三是结构。

从规模看，目前我国实体经济部门债务规模占GDP比重不到250%。这个数值跟美国很接近，但我们的人均GDP跟美国相比差太远了，这是我们需要警惕的。

从速度看，我国杠杆率的增长速度太快了。全球的实体经济部门债务规模，2000年是6万亿美元，2008年是12万亿美元，2018年是18万亿美元，全球债务增速已经非常快。但中国的杠杆率增速是全球的两倍

还多。

从结构看，问题出在企业部门。2008年，我国居民杠杆率是53.2%，比发达国家还要略低；政府（显性）杠杆率是37%，比发达国家低很多。居民和政府看起来问题不是太大。最不正常的是企业部门，2018年企业部门杠杆率为153.6%，基本上位列全球之冠。由此看来，问题和风险都在企业部门。但政府杠杆率偏低，这其中也潜藏着问题。

下面分部门对杠杆率风险进行分析。

（一）居民部门

首先，居民部门杠杆率增长太快。2008—2018年10年间增长了35.3个百分点，年均增长3.53个百分点（见图3-17）。相比起来，2000—2007年，发达国家杠杆率增长最快的是美国，年均增长4个百分点。美国出现次贷危机，就是因为给居民部门发放了大量次贷。我国居民杠杆率增速仅次于增长最快且还出了大问题的美国，确实值得关注。

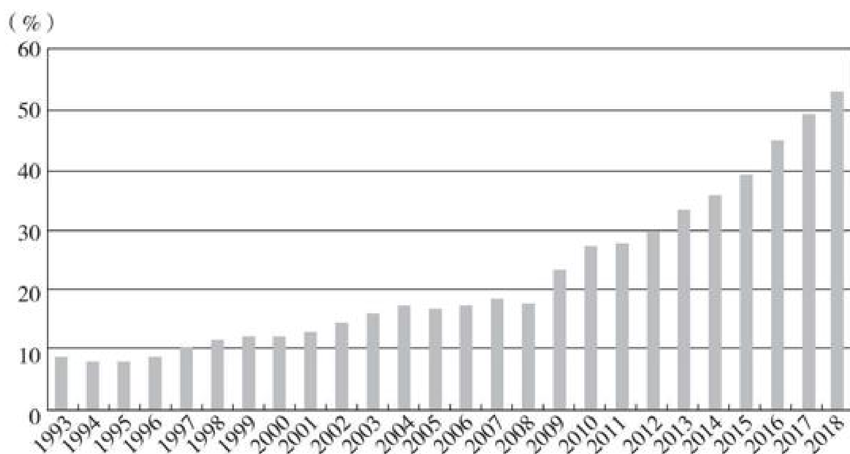


图3-17 居民部门杠杆率

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

现在外界盛传的，是我国的居民债务与可支配收入之比已经超过了当前的美国。我认为这可能夸大了风险。问题出在以什么样的统计数据来衡量居民的可支配收入。如果根据居民调查所获得的可支配收入，这个数据学界普遍认为是低估了。以此衡量，居民债务与可支配收入比就

是112.2%（见表3-9）。而如果采用国际通行的资金流量表中的居民可支配收入，那么居民债务与可支配收入比就会低得多，只有81.5%（见表3-10）。

这并非居民杠杆率没有风险，只是不要夸大。居民杠杆率风险除了增速太快，还有三点值得注意：一是短期消费贷成为变相的住户抵押贷款；二是包括信用卡、基于互联网的信用类产品、消费金融类贷款、现金贷等在内的信用类消费贷款的负债与杠杆风险；三是较大的贫富差距使得平均意义上的杠杆率不能完全反映实质上的结构性风险。

表3-9 居民调查债务收入比

	居民推算的家庭可支配收入（万亿元）	居民贷款（万亿元）	居民调查债务收入比
2013	24.9	19.9	79.7%
2014	27.6	23.2	83.9%
2015	30.2	27.0	89.5%
2016	32.9	33.4	101.3%
2017	36.1	40.5	112.2%

资料来源：国家统计局，人民银行。

表3-10 资金流量表债务收入比

	资金流量表可支配收入（万亿元）	居民贷款（万亿元）	资金流量表债务收入比
2013	35.7	19.9	55.6%
2014	39.1	23.2	59.2%
2015	42.3	27.0	64.0%
2016	46.0	33.4	72.6%
2017	49.7	40.5	81.5%

资料来源：国家统计局，人民银行。

（二）企业部门

我们再来看企业部门（见图3-18）。我们一般讲的杠杆率指的是宏观杠杆率，即债务与GDP的比例。但企业部门还有微观杠杆率，即资产负债率。2018年出现了一个很有意思的现象，国有企业的资产负债率在下降，民营企业的资产负债率在上升（见图3-19，我们以工业企业作为民营企业的替代性指标，因为工业企业中80%左右是民企）。从微观杠杆率角度分析，似乎是国有企业在去杠杆而民营企业在加杠杆。但实际情况恰恰相反。为什么会这样？关键在于国企资产的扩张速度更快。

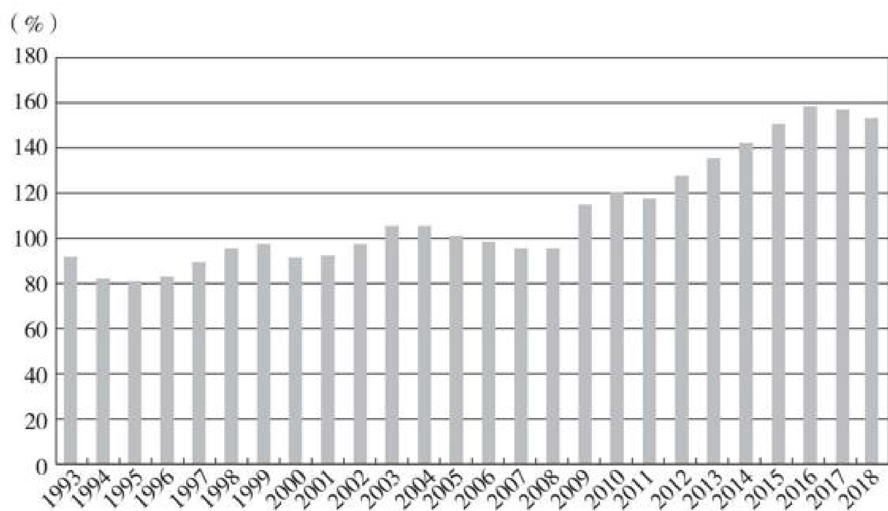


图3-18 非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

2018年全年，国有企业总负债上升了16.0%，而总资产上升了17.8%；相比而言，工业企业（代表民营企业）总负债上升了2.9%，而总资产仅上升了1.1%。对于民企而言，虽然负债方的增速已经很低，但资产方出现了更低的增速，导致民企资产负债率被动上升。而国企则相反，资产扩张快于负债扩张，从而出现国企资产负债率下降。2018年企业杠杆率下降了4.6个百分点，结构性去杠杆取得了很大成绩。但通过以上分析可知，这个贡献主要来自民营企业。

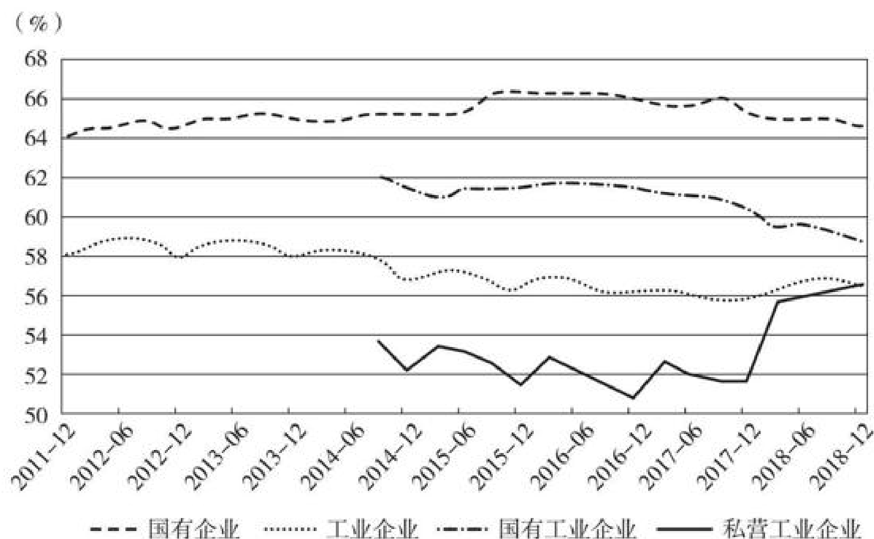


图3-19 国企与民企资产负债率的分化

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

由于国企债务增速高于民企，非金融企业债务中的国企占比在不断上升。根据我们的估算，国企债务在非金融企业债务中的比例由2017年的61.4%上升至2018年的66.9%（见图3-20），不断创出新高。

不过，把所有的板子都打到国企身上似乎也有问题。因为国企债务中，有一半左右是融资平台债务，而这些债务原本是归政府部门的。但2015年新预算法实施以后，融资平台债务就划到了企业部门。所以，要客观地看待企业部门的高杠杆。国有企业与地方政府剪不断理还乱的关系是造成当前企业部门高杠杆的重要因素。

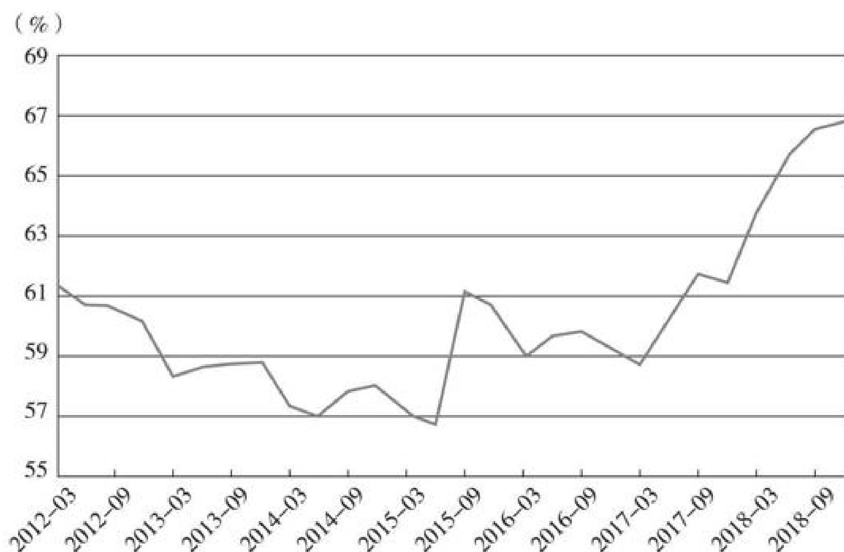


图3-20 非金融企业债务中的国企债务占比

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

（三）政府部门

政府部门显性杠杆率是相当低的，2018年仅为37%（见图3-21）。但如果考虑到隐性及或有负债，政府的杠杆率就会很高了。

一是地方政府的隐性债务。我们通过三种方法估算出2017年政府隐性债务杠杆为45万亿元左右，占当年GDP的55%左右。政府隐性债务加显性债务，占GDP的比重就超过90%了。

二是机关事业单位养老保险缺口。和一般职工养老保险缺口（这部分仅是政府的或有债务，不见得都要负担）不同，作为政府及其相应部门的雇员，机关事业单位人口的养老保险缺口的责任人毫无疑问是政府。将应付政府职工养老金计入政府负债也是国际通行做法。据中国社会科学院国家资产负债表研究中心估算，在新人替代率为40%的情况下，机关事业单位养老保险缺口到2050年累计达246万亿元，占当年GDP的29%。若把每年弥补缺口所需的财政补贴折现并加总，得到2016年的隐性债务规模为24.9万亿元，相当于当年GDP的33.5%。假定新人替代率为35%或45%，则隐性债务规模占当年GDP比重达到28.8%或38%。经济合作与发展组织国家中，2016年政府负债中的养老金占比较高的有澳大利亚（38%）、冰岛（31%）、美国（17%）、加拿大

（15%）、瑞典（13%）。但如果考虑到城镇职工养老保险缺口（这部分作为政府的或有债务），要比机关事业单位养老金缺口大得多，未来的养老负担将会更大。

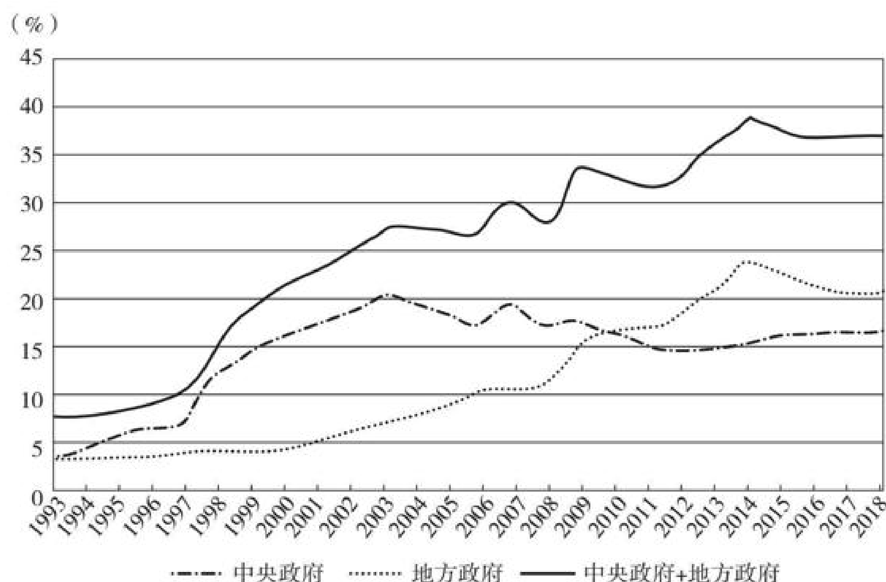


图3-21 政府部门杠杆率

资料来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心。

鉴于国有企业与地方政府之间的交织关系，我们可以对宏观杠杆率重构。通过重构，可以看到高杠杆率的症结到底在什么地方。

首先，将地方隐性债务（主要是融资平台债务）与政府的显性债务加在一起，广义政府部门杠杆率超过了90%。其次，我们把国企与政府杠杆率合计，形成公共部门杠杆率，那么这个数字会达到140%，大大超过私人部门杠杆率（居民部门加上非国有企业部门）103.9%。这个现象在国际上是少见的。除了日本，其他大多数国家都是私人部门杠杆率远高于公共部门杠杆率。

当然也有例外。比如在“一战”“二战”这样的非常时期，公共部门的杠杆率高于私人部门的杠杆率。战争爆发，没有人去投资，私人部门都几近崩溃，只有政府在投资，制造炮弹、坦克、飞机，提供各种公共服务（包括安全）。所以那个时候政府部门的杠杆率远远超过私人部门的杠杆率。但在平常时期，私人部门杠杆率一般都要大大超过公共部门。

中国公共部门的杠杆率比私人部门杠杆率高得多，这是值得我们认真分析的问题。

综合以上，尽管居民杠杆率风险也值得关注，但更大的问题在国企与地方政府。而这两个部门的债务攀升有着鲜明的“中国特色”，是体制性因素造成的。

四、国家资产负债表视角下的供给侧结构性改革

从国家资产负债表中能够发现我国经济发展中的很多结构性问题，由此可以提出相应的改革举措。这里着重讲三点。

首先，优化配置公共部门存量财富。

一位瑞典经济学家写了本《新国富论》，他采用了我们的一些数据，因此我和作者讨论过。他强调说，中国很在意公共部门的效率，其实全球都是这样的，发达经济体也是这样。如何撬动公共部门的财富，使其利用效率提高，是全球性的问题。怎样盘活和重置公共部门的大量存量资产，我认为这是中国未来改革的重大课题。比如引入更多的市场机制、混改、推进“僵尸企业”的退出等，都是对存量资产的优化配置。

我想特别强调的是，过去的改革叫增量改革，增量改革是指动不了传统体制，那就在体制外发展。二者“井水不犯河水”，相安无事。但是增量改革到了今天，已经没有多少拓展的空间了。现在无论是要素资源也好，市场机会也好，都要竞争。低效率的企业和“僵尸企业”如果不退出，那些有效率的企业就可能被挤出，新生企业更没有办法进入。所以，如果说改革之初我们是以“进入”的方式来推进增量改革的，那么40年后的今天，我们更需要的是以“退出”的方式来推进存量改革。

其次，推动新一轮土地制度改革。

我们做了对农地价值估算，但这次没有把它纳入国家资产负债表（只是纳入了政府的储备土地价值）。主要是因为我们不知道把它归入哪个部门，依据是什么。农村集体土地的产权非常模糊，所有权、承包权、经营权“三权分置”。有专家解释说，农民土地的承包权在一定程度上相当于所有权，但这只能说是“相当于”，毕竟不等于最终的所有权。

国家是有权力来征用集体土地的。所以在目前产权仍然比较模糊的情况下，存在着土地收益如何分配的难题。

新一轮土地改革的核心在于如何保护好农民的利益。在过去40年甚至更长时间，工农业产品剪刀差，农民兄弟们做出了巨大贡献。很多人都说要为弱势群体说话，要为农民兄弟争取利益，但在实际的政策运作过程中，农民的利益往往是被忽视的。现如今大家都关注的土地改革，我认为是农民改变自己命运的最后一次机会。如果土地都市场化了，增值收益却跟农民没有关系或少有关系，我认为这是最大的失误。农民就再也无法翻身了，我们也失去了消除城乡收入差别的重要机会。所以要研究在土地改革过程中如何保护农民利益，这关系到共享发展，也关系到生产要素更为合理有效地流动。

最后，改革“三位一体”的赶超体制。

中国经济之所以发展这么快，是因为形成了“三位一体”的赶超体制，即国有企业、地方政府和金融机构互相支持，中央政府最后兜底。这种体制的优势在于，所有风险都由中央政府扛着，国企、地方与金融机构就可以勇往直前，只管发展，不顾风险。能够在短期内动员大量的资源，使经济获得更快的发展。不过，这样的赶超体制，同样也是当前我国杠杆率（特别是公共部门杠杆率）高企的体制根源。因为国有企业的软预算约束、地方政府的扩张冲动，以及金融机构的体制性偏好，会在中央政府担保或兜底的支持下变本加厉，导致信贷“任性”扩张，行为方式发生扭曲，从而形成大量的债务积累和风险集聚。最后所有的问题都是中央政府“一个人扛”。这样的模式现在难以持续了。一方面，经济出现结构性减速，中央财政增速放缓，赤字也在上升。政府没有财力完全兜底。另一方面，也是更重要的，如果中央承诺兜底，就会产生道德风险，扭曲国企、地方与金融机构的行为，扭曲风险定价，从而扭曲资源配置。这是我们更不愿意看到的结果。

那么怎么办？侧重于债务攀升的体制根源，我有三点建议。

一是稳步推进破产重组，让市场清理机制发挥强制性作用。这包括推进国有企业的破产重组，清理“僵尸企业”；同时，对于债务问题较为严重的地方政府进行债务重整，形成较强的外部压力。在此过程中，要有其他保障性政策与此形成配套，减轻破产重组带来的社会震荡。

二是硬化对国企与地方政府的预算约束，破除政府兜底幻觉。无论是国有企业还是地方政府，核心是要在现代企业制度及现代治理框架下建立起规范的行为模式和激励约束机制，弱化扩张或赶超冲动，打破刚兑，破除隐性担保，硬化预算约束。国企或地方政府不能在去杠杆过程中享受特别照顾，或以种种理由请求豁免。事实上，只有市场经济规则的硬约束以及中央政府兜底幻觉的消除，才能真正让市场在去杠杆过程中发挥决定性作用。

三是突出竞争中性，纠正金融体系的体制性偏好。金融体系的体制性偏好，恰恰反映出它是规避风险的。正是因为认识到给国企或地方政府融资，一定会获得政府担保的“加持”，在信贷投放过程中才会产生歧视和偏向。未来必须突出竞争中性，即无论什么性质的企业，在获得金融信贷方面的待遇应该是平等的。尽管完全的平等难以做到（这与企业的规模等技术因素有关），但至少在法律法规上要建立这样的平等意识。最近中办、国办发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》就是在努力纠正金融体系的体制性偏好。效果如何，我们拭目以待。

认真分析国家资产负债表，你们还会有更多新的发现，也会有更多对于改革方面的思考。

---

[1] 作者于2019年4月16日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

技术创新与市场机遇

全球技术周期视角下的中国创新机遇期[1]

刘元春

论坛成员、中国人民大学副校长

这几年我们人民大学团队参与了一些关于技术创新方面的前期研究。因此，我想把我们团队近期的一些研究成果分享给大家。

“全球技术周期视角下的中国创新机遇期”是一个非常重要的话题。党的十九大确定了两个一百年目标，在经济领域很重要的一个目标就是要建立现代经济体系，促进经济高质量发展。要达到这个目标，成功摆脱我们过去的发展模式，真正跨越中等收入陷阱，获得高质量发展，第一要义就是创新驱动，就要从过去的要素型驱动、粗放型的发展模式，向创新驱动、TFP（全要素生产率）驱动、集约型发展进行转变。因此，对于创新的机制体制改革以及相关战略的把握就显得格外重要。党的十九大报告里，专门把创新引领战略作为高质量发展的一个很重要的支柱，同时提出了一系列的战略举措。刚刚闭幕的十九届四中全会，最为凸显的就是把完善科技体制创新纳入经济领域制度体系和治理体系改革中。习近平总书记在四中全会决议的说明中专门谈到，与以往全会决议所不同的是，把科技体制创新作为一个重点纳入进来。而且反复强调创新型国家在机制体制上应当如何构建，在战略上应当如何进行把握。同时我们看到，当前国家正在紧锣密鼓地进行“十四五”规划的前期布置，各个部门也都在进行准备。“十四五”规划要提出未来五年我们的创新战略如何进行定位，很重要的一个前提就是，要认清我们是不是处于技术革命、产业革命的前期，或者说我们已经步入到新一轮的技术革命、产业革命。对这个前提的判断非常重要。如果已经步入这样的革命时期，我们的一些战略决策、战略部署与我们处于革命前期的战略部署可能完全不一样。

目前科技界和学术界围绕这些问题的争论很多。首先是世界科技创

新、产业创新到底处于什么样的阶段？很多论坛、很多媒体文章都在谈“第三次产业革命”“第四次产业革命”“第四次科技革命”……各种概念满天飞。我们经常谈到的第三次产业革命，是“物联网”、“3D（三维）打印”及“生物技术”所导致的一系列的生产方式、生产组织、生产效率的革命。从里夫金出版的《第三次工业革命》，到施瓦布出版的《第四次工业革命》，可以看出大家对于技术革命和产业革命的渴望非常强烈。但如果从学界的角度来看，其实大家的分析差别非常之大。

2015年，美国科技界和科技史界以及一些经济学家在西北大学召开了一次非常高端的会议。有位技术史和经济史专家叫罗伯特·戈登，他在会上旗帜鲜明地提出了技术悲观主义的观点，认为并没有发生新的技术革命。有人提问：手机的出现是不是技术革命？按照罗伯特·戈登的研究，在人类发展的历史上，手机真正对社会和经济的驱动力，可能还不如抽水马桶的发明所带来的影响大，他的这些研究好像有点颠覆我们的基本认识。美国学界研究的一个重要结论是，人人都在谈技术革命、都在谈产业革命，但是技术革命和产业革命没有在经济增长中体现出来。这就是学界很重要的一个概念——“索洛悖论”。这种现象在20世纪70年代末到80年代时出现过，现在又出现了。在我们大谈技术革命的时候，现在整个宏观经济学讨论的却是全球经济的低迷和长期停滞现象，这就是美国哈佛大学前教授萨默斯讨论的“长期停滞理论”。这个理论是1937年汉森在研究1929—1933年经济危机时提出来的，2012年美国学者把这个概念进行复活，很多人都认为这个概念不成立。为什么？大家认为大危机之后这种周期的变化还会成立，我们会很快摆脱2008年经济危机的低迷状态。但是从去年开始这个概念全面强化，因为今年世界经济增长出现了自2008年以来的又一个新低，并且这一轮新低会开启新一轮的低迷。因此，全球经济是一个“四低”的现象——低通胀、低增长、低利率、低贸易。可是我们现在讨论的全是技术革命话题，各国政府也是以技术革命已经是迫在眉睫、触手可及来做规划安排的。继中国提出了2025年中国制造计划之后，世界各国也都推出了迎接新一轮技术革命规划的浪潮。

“索洛悖论”以及“全球长期停滞”现象的出现，马上引发了一个很重要的思考：我们是不是对于整个全球技术变迁发展的周期定位出现了一些错误呢？我们在低迷期所期盼的技术革命是不是就是一种美好的期盼呢？我想在本文解读这些问题，包括整个世界的技术周期到底处在什么位置上，以及如何来证明它。本文的核心观点包括以下四个方面。

第一，产业周期和技术周期表明，世界创新并不乐观。新技术范式的大突破和颠覆式技术创新在近期依然是美好的愿景，我们难以依赖技术革命引领全球经济在近期走出低迷期。

第二，目前全球技术发展实际上处于旧周期和新周期的交接期或孕育期，这预示着当前的革命性变化不会马上出现。但恰恰在这种孕育期里，中国存在加速赶超和局部赶超的可能性。因此，我们把中国技术创新的定位，放在世界技术周期的历史视野和长期视野里来看，我们的赶超机遇期并不具有以往所期待的颠覆性，依然属于加速赶超的范畴。我们现在提了很多新概念，比如弯道超车、变道超车、换道超车，什么概念都可以造，但是我们一定要找到理论和事实支撑，不能简单从文学角度来造词语。

第三，中国已经出现加速性赶超和局部赶超的迹象，未来不悲观。

第四，我们认为中国技术创新的关注点，并非很多人所预测和编写的故事那样。过去我们炒概念炒得太猛，比如说我们的新能源，实际上从20世纪70年代很多新能源原理得到突破之后，真正地应用到现在还没有获得全新的突破。引起能源格局的根本性变化是什么？是美国页岩气的技术革命，而不是在20世纪70年代很多人预测的能源革命，比如热聚变、核聚变，甚至也不是我们现在看到的风能、光能等低碳的一些能源。因此，基础研究产生的核心技术突破以及大市场所孕育的应用型技术创新依然是我们关注的重点。特别是在全球新技术周期、孕育期，我们的核心关注焦点应该在政府主导的基础研究和市场导致的产业技术创新上。

世界马上会迎来大的技术革命和产业革命吗？我们可以从几个理论来得到一些启示。

第一，从各类长波理论看，我们发现停滞期和技术孕育期在15年左右，特别是下行期比上行期漫长。所以我们认为从金融危机爆发以来，即2008年以后的15年左右，甚至20年，它应该是一个技术的孕育期和深度调整期。第一个是康德拉季耶夫的技术周期，它是50年一个轮回的技术周期；第二个是戈尔茨坦的理想长波理论，基本上也是50年一个轮回。有很多霸权周期也反映了这个现实，每当一种经济危机爆发之后，往往都会带来一次技术、贸易、投资各个方面的低迷时期，有人把这个低迷期叫作马尔萨斯陷阱期。大家认为，市场经济体系一共经历了三次

马尔萨斯陷阱。第一次是在1840年以后到20世纪初期，有欧洲工人运动、《共产党宣言》的出现。第二次是20世纪上半叶，爆发了第一次世界大战、十月革命和1929—1933年大危机。第三次是2008年的全球金融危机，这是继1929年、1933年以来对全球经济震荡最大的一次经济危机，这次危机直接导致低增长区间的马尔萨斯陷阱。更重要的是，我们从技术周期本身来看，每一次经济危机都是上一轮技术革命的产物，预示世界正处于迎接下一轮技术革命的拓展期和缓慢期。

在学习西方经济学的时候，一般不讨论技术进步、技术变化的规律性，但是清华大学经管学院早期的老教授，最出名的就是搞技术经济学的。在技术变化规律性里面有一个理论——马克思主义理论，学经济学理论就知道经济危机的爆发是生产力冲击导致生产关系、上层建筑与之不相适应所出现的一种危机。因此，每一次大的技术冲击往往会带来结构性变化。如果用熊彼特理论来讲，这就是一个毁灭性创造。因此，每一次危机都预示着前一轮的技术冲击开始了全面扩展、全面破坏的阶段，它打破了过去的生产关系，打破了过去的利益结构，它在要求这个社会进行重构。因此，经济危机的爆发马上就会预示着新一轮的技术革命吗？从理论上来讲不会，因为它说明上一轮的技术高潮刚刚过去。

从历史来看，没有哪一次经济危机是由马上到来的技术革命、产业革命把它带出困局的。具体来看数据，现有数据均表明技术创新的速度在21世纪初已经递减。

根据表4-1统计的专利数据，我们看到，在1990—2006年，除了一个行业——应对气候变迁的技术专利是增长的，增长速度是提升的，其他各个领域都是下降的，比如生物技术、网络和电信、纳米技术，21世纪初都比20世纪90年代的增长速度慢很多。我们上一轮的技术革命发生在20世纪80年代末期到整个90年代，技术革命有一个很重要的现象叫作蜂聚现象，在ICT（信息与通信技术）行业里有一个规律叫作摩尔定律。摩尔定律在2008年以后出现了一个强烈的边际递减，现在大家认为摩尔定律已经不成立了。我们对专利的申请量也发生了递减变化，更重要的是世界性专利的变化及各个行业的变化也是如此。从图4-1可以很明显地看到，20世纪90年代是专利技术出现蜂聚现象的核心年代，到现在已经开始负增长。

表4-1 技术创新的速度在新世纪初已经递减（%）

技术领域	专利占总量的比重（2006）	专利增长率（1990—2006）	增长率（1990—2000）	增长率（2000—2006）
生物技术	3.55	3.81	9.56	-5.10
网络与电信	23.79	5.01	8.40	-0.40

续表

技术领域	专利占总量的比重（2006）	专利增长率（1990—2006）	增长率（1990—2000）	增长率（2000—2006）
纳米技术	0.54	7.38	11.39	1.02
污染与废物管理	1.15	2.18	4.07	-0.90
应对气候变迁	0.41	13.49	10.98	17.80
人类生活需要	12.58	6.49	8.33	3.50
作业与运输	11.72	3.64	5.16	1.15
化学与冶金	9.07	1.85	3.92	-1.52
纺织与造纸	0.99	1.21	1.68	0.42
固定建筑物	2.09	4.13	5.12	2.51
机械工程与光热	6.66	5.56	6.56	3.91
物理	12.99	4.34	6.74	0.47
电学	14.45	6.23	9.15	1.54

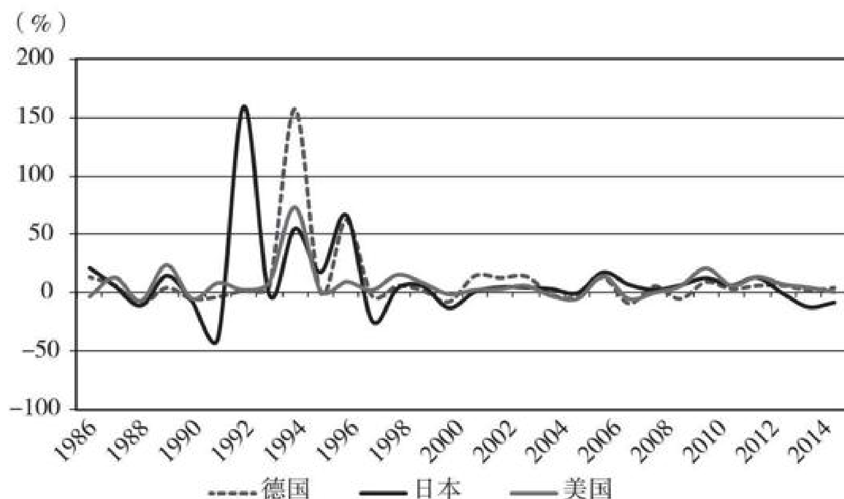


图4-1 主要国家专利增速

一些最新研究发现，新技术的传播速度在10年或者15年左右达到高点，后文我们讨论技术变化和革命的规律时也会看到这个规律。20世纪80年代ICT革命已经确定了这20多年的黄金技术扩展和产业的辉煌期。因此，目前的互联网革命，包括2G（第二代手机通信技术）、3G（第三代移动通信技术）、4G（第四代移动通信技术）、5G在本质上属于什么时代？很多人认为还是ICT革命的时代。云计算、物联网依然是由计算机加网络体系延伸出来的一系列变化。如果从专利、理论、基础理论、关键论文的变化来看，目前的专利增长速度与20世纪80年代、90年代是难以匹敌的。不过现在的媒体效应太强烈，“金融化”+“媒体化”+“互联网化”，导致我们不断在感官层面强化技术革命的浪潮。我们复杂的利益诉求掩盖了事实的真相，我们在世界经济持续低迷的时候总有一个美好的愿望：技术革命带领我们走出低迷！随着我们愿望的不断落空，我们对新技术的渴望甚至转变成为一种焦虑。

第二，全球研发费用也出现了持续变化，在金融危机之后，全球GDP增速下滑，全球研发增速也出现明显下滑，最近研发的支出速度才有所回升。在2008年之后，经合组织发达国家中制造业和服务业研发支出下降的速度更快。即使近期研发有所复苏，主要也是商业研发投资复苏比较快。研发包括几大块：一是基础型研发，二是应用型研发，三是试验型研发。试验型研发大部分集中在商业开发中。技术革命、产业革命，首先要在基础研发上有大的投入、大的产出，然后在应用型研发上要有剧烈的变化，最后才是在商业化环节有所体现。但是目前是倒置的

金字塔，这样一种商业研发支撑力并不大。研发再加上现代金融，使商业研发的投入成为金融化泡沫和科技神话助推的关键力量。这些年来，我们在一些上市公司和一些核心区域所看到的科技泡沫，已经成为近20年来重要的泡沫之一。大家利用科技预测、科技前瞻性来谋求资本获得，这个也需要关注。

同时，企业创新主要集中在产品和生产流程、组织和市场营销方面，也就是说核心技术并不是非常多。另外，服务创新正在成为全球价值链竞争核心。大企业所专注的领域很集中，基本沿袭了传统路线，没有发生根本性变化。目前第一块还是信息通信技术，第二块是健康与食品，然后是制造业、交通防护等，金融也在其中。我们对前40种关注度最高的技术进行分类，发现了200家世界最大的投资者所关注的投资领域有五个：第一，软件与计算机服务；第二，汽车与零部件；第三，技术硬件与设备；第四，工业工程；第五，健康护理设备与服务。大家会发现，在企业商业性研发里延续了过去的路径，并没有发生路径的重大变化。中国的商业研发路径，已经发生了重大结构甚至是革命性结构变化。新技术加速增长的四大领域主要是：第一，缓解气候变迁的技术；第二，老龄化健康与食品安全；第三，信息与媒介技术；第四，新制造业流程。这里面的顺序是化学、纳米技术、合成材料、新材料、3D打印与激光技术。

第三，技术进步对于经济增长的作用下降。我在前文提到的索洛悖论再次出现了。索洛悖论是索洛在20世纪70年代末、80年代初，对于技术革命进行的测算，他很重要的一个测算就是索洛余值TFP。测算的结果是整个20世纪70年代末、80年代初，技术对于TFP的提升没有贡献。所以他说了一个很知名的话：“人人都在谈技术，但唯独在增长上没有见到它的影子。”目前，这种现象又出现了。对世界主要几个国家的TFP增长速度进行测算就会发现（见图4-2），从20世纪五六十年代达到峰值之后，各国的TFP增速一直在下降，到了90年代才有所缓和。美国的TFP增速从1985年开始出现反弹，但是欧元区是直线下降。另外一个很重要的测算结果是，高技术对于TFP值的贡献快速下降，整体的TFP值在21世纪之后出现强劲下降（见图4-3），而高技术对于TFP值的贡献在2003年之后下降得更厉害。

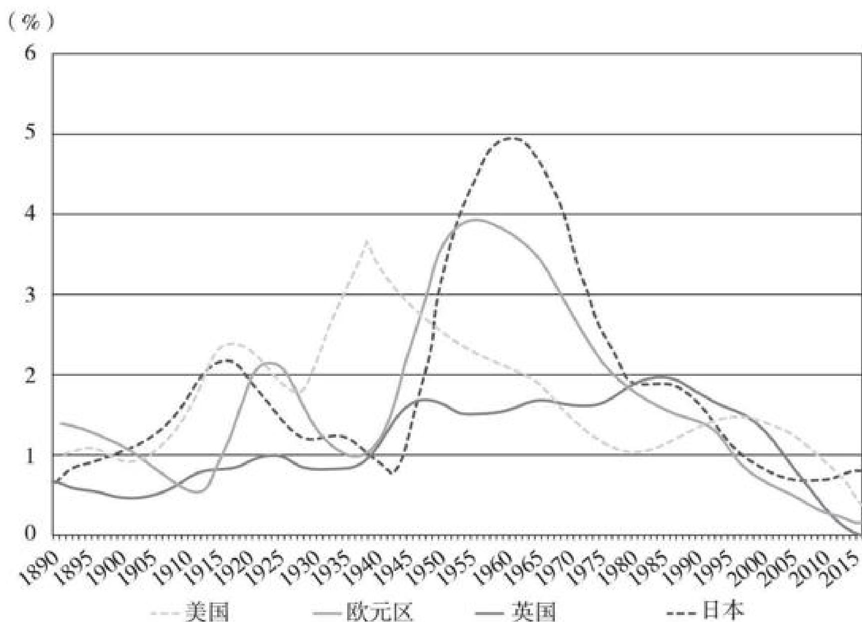


图4-2 各国年均TFP增速［HP（高通）滤波，λ＝500］

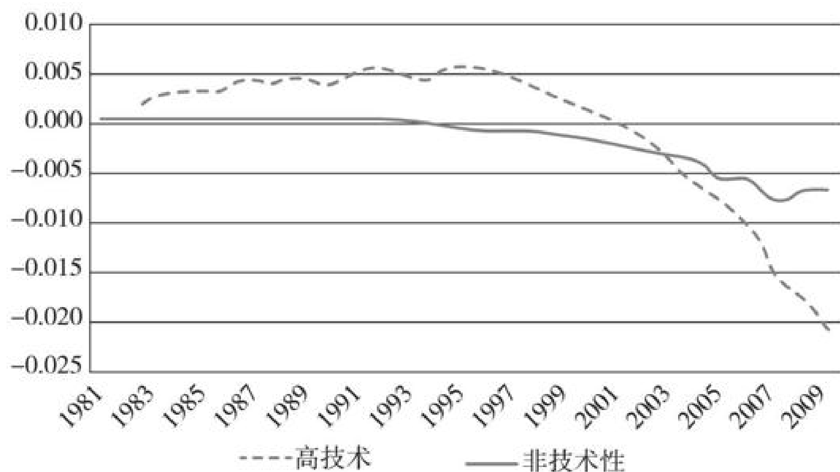


图4-3 相比一般技术部门，高技术对于TFP的贡献快速下滑

我们国家在20世纪90年代和21世纪初，一直到2008年之前，TFP值都不错，唯独从2008年金融危机之后是负增长状态，最近两年TFP值开始正增长（见图4-4）。我们有一些测算制度变化的指标，也有技术性指标，把这两个指标进一步分解后发现，有制度改革的贡献，也有技术进步的贡献。但还有一点很重要，那就是目前TFP值的反弹还不足以支撑中国经济增长的马车。我们常讲新旧动能转换目前初步取得一些成绩，

但是新动能还远远不能取代旧动能来全面推动中国经济向高质量发展阶段进展。

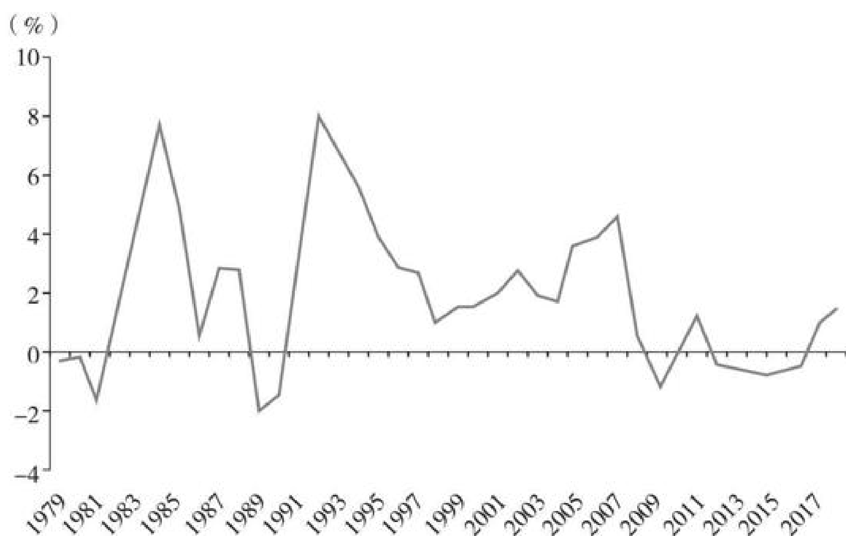


图4-4 中国TFP增速变化

今年，有几位日本学者做了一个很重要的研究。他们的研究发现，研发投入对于整个世界的TFP值，在近十年来作用明显下降。为什么最近增长乏力？有很多人讲我们的研发投入在下降，研究者通过对一些变量进行控制重新测算发现，不仅仅是研发本身在下降，同时研发推动效率提升的作用机制和它的边际效应也在下降，这个可能是我们需要关注的。欧美的劳动生产率下降也比较快，劳动力分解这些年是历史上最低。因此从经济角度、产业角度、专利角度，我们能得出目前是处于技术革命、产业革命时期的结论吗？肯定得不出来。

回顾一下刚才对几种理论的推演。我们认为，在2008年美国金融危机爆发以后，导致整个世界危机的爆发，使整个世界经济陷入一个长期停滞的状态，预示着上一轮技术革命的调整期已经开始，下一轮技术革命的孕育期也刚刚开始，这是最简单的结论。技术革命、产业革命的判断有几个大要件。第一个要件是，基础科学理论有没有重大的突破。一个很重要的指标是，基础领域的关键性论文有没有一些重大突破。有人讲量子领域有重大突破，生物技术领域有一系列的重大突破，人工智能领域里一些基本性原理有重大突破，但是按照目前原创性重大突破论文数量的统计，我们目前处于一个低迷期。

我们经常看到《自然》和《科学》对很多重大领域的基础理论总结，你会发现有些总结每年看都是乏善可陈。同时，世界各国也都在进行技术展望，预测未来有哪些技术会有重大突破，很多技术部门包括一些专家和很多网站也愿意做这样的预测和展望，其实这种展望是不负责任的展望，因为谁都可以展望。但实际上基础科学理论的突破好像并没有像很多人所想的那样。有一次，一个重要的部门组织很多专家开会，其中很多人是院士，只有我一个人是学经济学的。我听了他们的讨论后就提问，到底我们的基础理论有没有重大突破？都说不出来。今年暑期我们的团队在全国展开了很多调研，特别是在战略性新兴行业所布局的重点区域进行调研。我们到青海调研新能源的变化，这里的新能源目前的确做得很好，比如说光伏产业、光热产业、热核产业，并且很多都不靠国家补贴在自行运转。我问这些基础技术理论是什么时候取得突破的，他们讲，这些基础理论在20世纪60年代、70年代就有了。我又问到他们在原来欧美基础理论上的技术突破是什么，他们说主要是工艺和成本控制，其他的没有。

我有一个学生在青海投了一个10亿的光热项目，那简直就是人世间的奇观。几十万个光热板对着一个发电塔和发热塔，把太阳光折射到发热塔，发热塔发热之后就开始发电。我参观完之后大致知道原理是什么，因为这些原理高中生也能理解。我问他的贡献是什么，他说贡献很简单，就是规模化，然后使成本降下来。原来西班牙也在做这个项目，但西班牙只能做到几万个太阳板，现在他做到几十万个，就能把成本降下来了。

第二个要件是，在基础理论突破基础上，重大技术和工艺的突破。

第三个要件是，是否出现了专利和应用性技术的蜂聚现象。

第四个要件是，商业化转化出现加速现象。

第五个要件是，经济持续增长，经济组织和社会模式发生重大变化。

所以我们判断，一种技术革命、产业革命往往需要这五大要件，如果这些要件一个都不成立，那我们可能就要反思一下。

ICT的变化路径，从1958年整个集成电路的出现一直到我们讲的2G时代，足足用了近40年的时间，在40年前，人们就做出了原创性的重大

理论突破。在工艺上的突破，是20世纪80年代个人电脑的出现；在专利技术上的蜂聚现象，是20世纪80年代末和整个90年代；在社会组织上的这种重大变化是20世纪90年代、21世纪初。所以很多人说，目前大家所讲的很多新技术、新革命，可能就是第三次技术革命或第四次产业革命的尾潮。

全球市值前十大公司的变化如图4-5所示。1990年的时候是以电信、银行、汽车为主体，到2000年微软排在第一。2019年微软、苹果等与互联网相关联的ITC企业独霸前几名。我们依然会看到以ITC为主体在经济社会上的革命性浪潮。

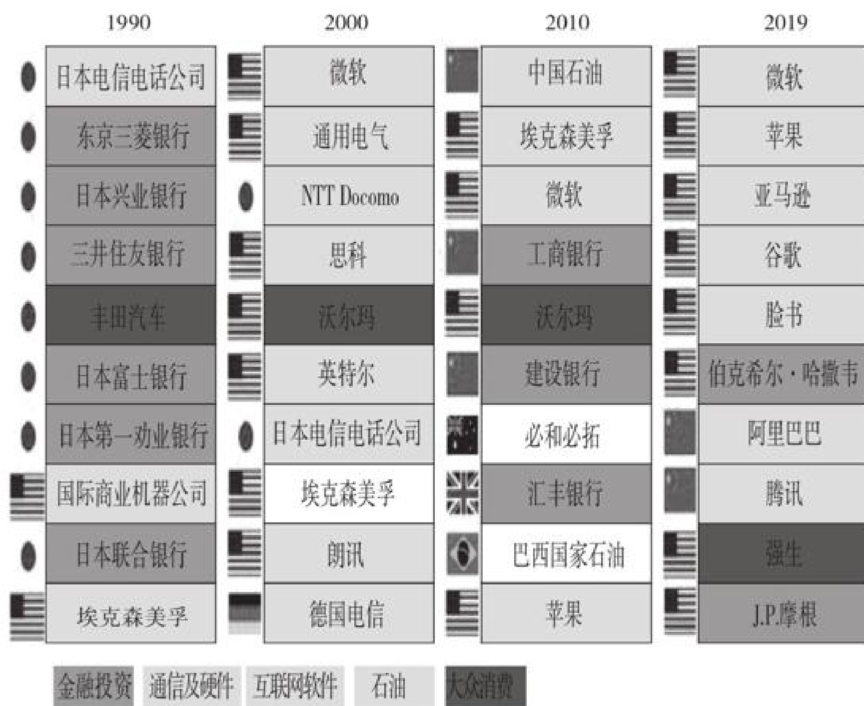


图4-5 全球市值前十大公司变迁

注：1.2006年3月，原东京三菱银行与原日本联合银行合并成为三菱东京日联银行，现更名为三菱UFJ银行。2.NTT Docomo是1991年8月由日本公司日本电信电话（NTT）所分出来的，专营电信业务。

资料来源：查理·比莱洛，截止日期为2019年4月中旬。

因此，我们的结论是，新一轮的产业革命需要等待，而不是像很多

人想象的，我们已经步入第四次产业革命，甚至是第五次、第六次革命中（不同的专家划分不一样）。原因就是刚才所讲的几个方面。目前是停滞期、孕育期、调整期，依然是前一轮技术革命的余浪期，甚至包括5G，都是前一轮技术革命的余浪期。这是我们对世界的定位。

中国的机遇何在？前沿技术并不像很多人讲的那样如火如荼，产业革命正在孕育！一个重要的启示是：如果发现兔子在睡觉，乌龟就要赶快追赶。中国这些年跑得很好，第一个就是21世纪以来专利和高水平发文呈现出加速赶超。在2018年中国专利申请受理量达到432.3万件（见图4-6），同比增长19.1%，连续8年名列世界第一。很多人说中国专利水分多，但你想想原来1万件的时候水分也很多，但数量也不行，现在我们至少把数量赶上来了。2018年全球专利数达到20.53万个，相比于2017年增长3.9%，这个增长速度比较慢，原来都是百分之十几，高的时候达到20%的增长。2018年的专利数美国第一，有5.6万个，中国已经达到了5.33万个，只比美国低一点。世界知识产权组织预计，未来两年中国的专利数量要超过美国，这也是美国恐慌的一个重要原因。

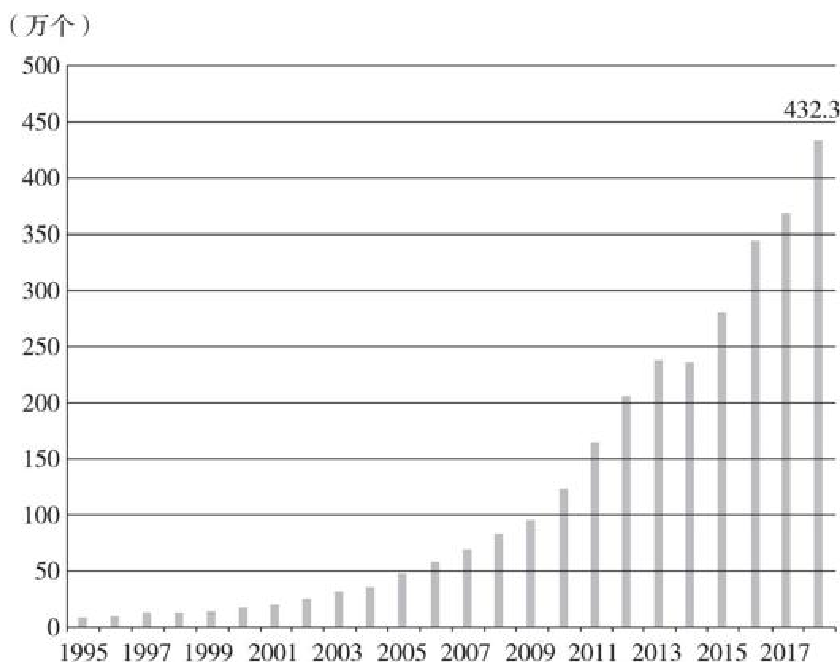


图4-6 中国专利申请受理量

经合组织在2017年做了测算，该组织认为，2018年按照购买力平价进行测算，中国的研发费用已经超过了美国，这也是美国很难容忍的

一个原因。即使在2014年经济比较紧张的时候，我们的研发投入都保持10%以上的增长速度，而全世界只有百分之三点几的增长速度，很多国家的研发增长速度还是负的。因此，中国的经济体量已经发生了一些质的变化，技术交易合同和高新技术的进出口总额已经达到世界第一的水平。比如2018年高新技术产品进出口总额达到1.41万亿美元，占我们进出口总量的30%。中国已经成为一个高新技术产品出口的国家，这就颠覆了很多人的观念。以前我们的出口产品中，第一是机电产品，占50%多；第二是八大类劳动密集型产品，即传统意义上的鞋袜、衣服等，占20%多。从技术和市场份额的分布来看，中国制造目前已经在世界占据非常可观的位置。如光伏面板，中国厂商提供的部件是75%～85%；高铁产品占79%～90%；数字支付、电子汽车占60%；货船占40%多。中国企业在中国的份额和在世界其他地方的份额占比规模已经非常之大。总书记在几次会议里多次谈到中国这种超大体量的市场和超大体量的技术潜力。中国的研发也一样，目前美国是5000多亿美元，我们是4100多亿美元，达到了美国的80%。经合组织按购买力平价进行测算，得出我们是超过美国的，因为按照购买力平价测算，在2013年中国就超过了美国的GDP，当时按购买力平价测算，中国的GDP是23万亿美元，美国是19万亿美元。而美国GDP达到21万亿美元，我们的GDP估计要达到24万亿美元，这里是按现行汇价。

从研发投入的结构对比看（见图4-7），中国的基础研究占比太低，而美国的基础研究占比较高。目前，我们试验发展的研发支出已经超过美国了。这是大家要关注的几个方面，一个是试验研发占比达到83%，企业支出占比达到76%，政府支出占比达到20.2%。很多人说我们的研发是政府主导型，虽然可以这么说，但仅用政府主导型来概括目前的研发发展模式是不准确的。我们是政府引导、市场发力的一种模式，这个转变是从2008年之后开始的，转变得非常明显。

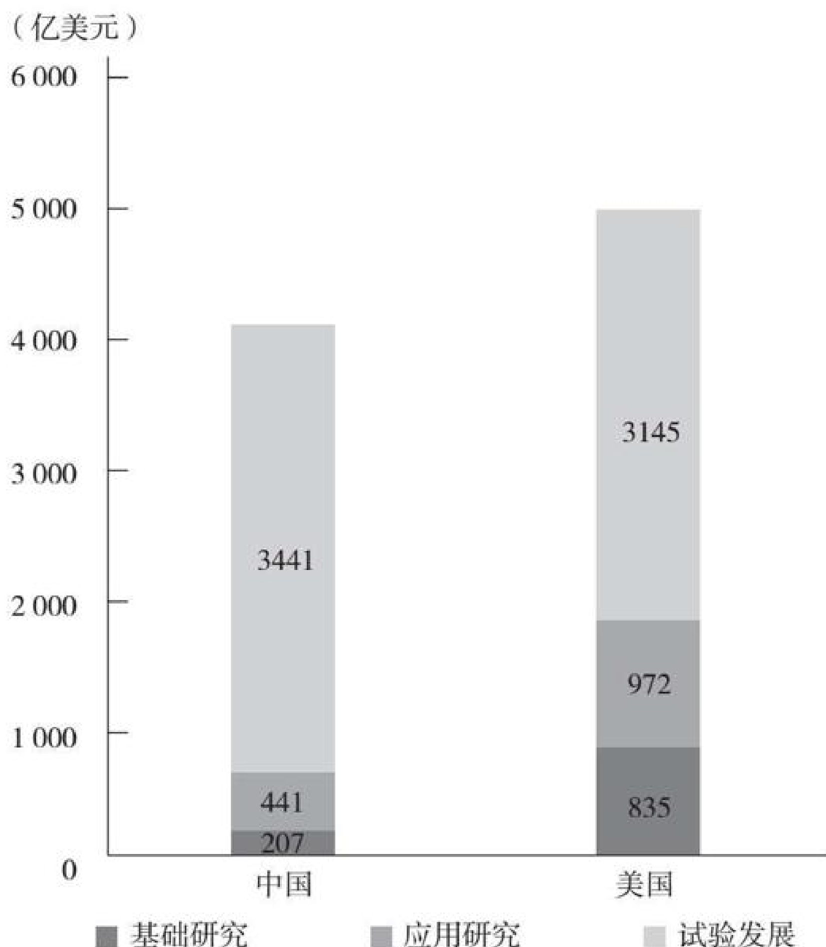


图4-7 中美研发投入结构比较

在国家与私人公司研发投资排名中，2017年第一位是美国，投资5110亿美元，中国是4520亿美元，日本是1660亿美元，日本跟中国的竞争基本上已经不在一个平台上了。一些私人公司很厉害，三星公司投资160亿美元，阿尔法公司投资160亿美元，这几家公司的投资水平跟瑞士一样。华为投资140亿美元，跟澳大利亚一样。目前由超级公司、平台公司所主导的研发模式、研发投入模式是一个世界新趋向。

中国劳动生产率异军突起，2009—2014年劳动生产率的提升速度为8.15%，在2001—2007年加入世贸组织后提升得更猛，这主要是靠技术提升（见表4-2）。但是，我们在一些核心领域的投入力度并不理想，差距很大。和其他一些国家相比，我们研发投入的密度，以及在关键领域里面的投入力度相对偏少。

表4-2 各国劳动生产率提升的速度

	2001—2007	2009—2014
经合组织	1.49	0.96
南非	2.68	1.12
巴西	0.87	1.49
哥伦比亚	1.23	1.87
俄罗斯	5.62	2.20
印度	3.64	3.97
印尼	5.30	6.30
中国	10.59	8.15

用一个参数显示技术领域，如果大于1就表示在技术竞争领域是不错的。中国大于1的主要集中在电信、数字通信、技术通信、计算机技术等领域，在其他领域中很少。2015年，知识产权组织划分了35个技术领域，我国发明专利高于国外的有28个，而在光学、发动机、运输、半导体、技术程序、音像技术和医学技术等领域仍差距巨大，也就是在关键领域差距很大。最近有人专门把车床，特别是精密车床行业20年来的变化进行了比较，发现我们在中高端车床领域与世界的差距没有缩小，反而扩大了。因为在20世纪90年代，世界十大车床企业我们有两个，一个是沈阳车床，一个是大连车床，到现在一个都没有了。大连车床已经破产，沈阳车床基本上处于半停滞状态。由于我们对大量中高端产品都采取进口，而自身的基础性工艺、基础性研发没有跟进，这些企业无法满足国内的市场和产业需求，所以才落到如此地步。

刚才讲到通信技术领域变化很大。最近，德国专利数据公司对2018年底发布的5G专利报告进行梳理后发现几点内容。第一，SEP（标准必要专利）华为名列第二，第一位是三星。在5G标准技术里贡献最多的是华为，然后是爱立信。中国企业上榜的还有几个，比如中兴、中国电信科学技术研究院、中国移动，这说明我们在弯道超车上有很大的进步。有些人认为美国可能不研发5G，会直接研发6G，这其中是不是有一些玄机呢？因为我们不研究技术，所以不知道这些。

第二，区域分布和企业分布开始良性化。长三角、珠三角、京津冀开始向中西部进行扩展。目前很重要的研发是中三角，即武汉、西安、成都。这个中三角孕育了几个指标，一是独角兽增长非常快，二是瞪羚企业增长很快，三是发明专利数量也增加很快。

第三，这些年战略性新兴产业获得了一些突破性收获，特别是在专利文献方面，中国的赶超非常明显。但深入研究可以得出一些基本结论。一是科研产出与投入总量上的赶超，使得中国有可能在某些技术领域率先实现前沿创新与突破。二是总部位于美国和欧盟地区的公司在大多数的技术类别上占有优势。例如，测量、生物材料、医疗技术、有机化学、生物技术、医药、食品化学、基本化学、化学工程、环境技术、机械工具、机械原件、民用交通工程等。三是上述技术类别很多是环保、生物工程等领域的基础性技术。在这些领域，中国还是处在模仿赶超的阶段。四是中国企业主要在信息通信技术相关的四个技术类别具有优势，包括电信、数字通信、基础通信和计算机技术。这些领域实际上是这些年来世界前沿技术的主要进步领域。五是在这些领域我们的主要竞争对手是韩国公司，我国在这些领域的发展需要首先超越韩国。

赶超产生的原因到底是什么？一个很重要原因就是以人力资本为基础的第二次人口红利。第一次人口红利靠农村剩余劳动力的转移，一般认为拐点出现在2006—2008年，叫刘易斯拐点，第一轮人口红利开始递减。目前整个人口红利处于一个加速递减期，抚养比在2011年达到最低点（见图4-8），劳动人口数在2013年达到最高点，流动人口数在2014年达到最高点。同时65岁以上老人达到18%，老龄化加速现象已经开始出现。适婚人群数2013年也达到最高点。这些人口变化直接带来的是储蓄率在2011年达到最高点。这是我们讲的第一次人口红利。

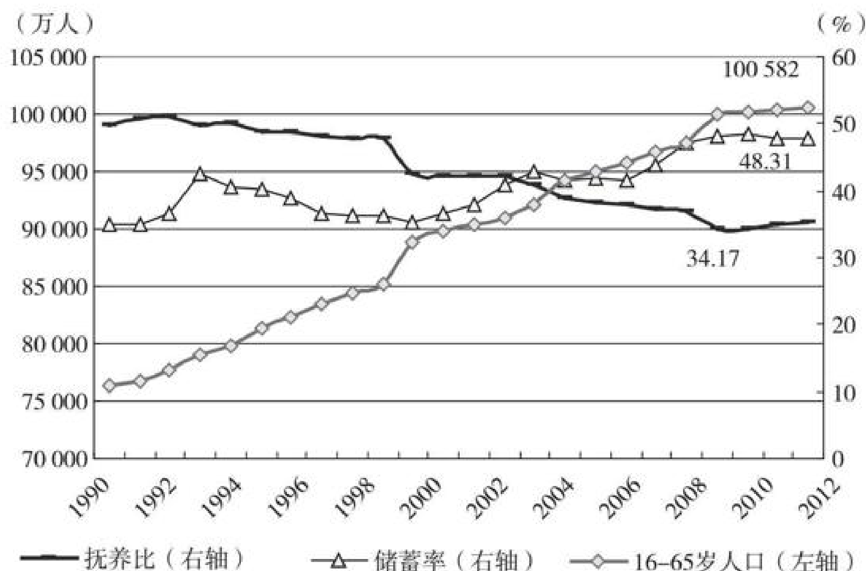


图4-8 第一次人口红利指标下降

第二次人口红利会大规模出现，一个十分重要的因素就是有技术提升的大量产业后备军！本科生失业率和更高学历的失业率都不低。失业率最低的是文盲和小学，这有点颠覆大家的基本认知。原因是很多属于自愿性失业、摩擦性失业，当小工的人只要愿意出卖劳动力就永远不会失业。未来人工智能的发展，将会使就业格局发生变化，有两类人容易就业：第一类是搞研发的人，第二类是机器不可替代工作的人。而处在这两类人中间的人，就业机会有可能大幅度消失。现在，农民工工资与大学生新近入职的工资水平开始拉近。2016年农民工基本工资是3200多元（见表4-3），而大学生的入职工资是3400多元，这意味着每年毕业的800多万大学生未来要跟农民工抢饭碗。这意味着受过高等教育和一些有专业技能的劳动力，开始替代传统以初高中文凭为主体的农民工群体。这个替代会导致研发人员薪酬、技术工人薪酬维持在较低水平，从而构建起中国第二次人口红利。

表4-3 分行业农民工月均收入及增速（单位：元、%）

	2015 年	2016 年	增速
合计	3 072	3 275	6.6
制造业	2 970	3 233	8.9
建筑业	3 508	3 687	5.1
批发和零售业	2 716	2 839	4.5
交通运输、仓储和邮政业	3 553	3 775	6.2
住宿和餐饮业	2 723	2 872	5.5
居民服务、修理和其他服务业	2 686	2 851	6.1

在美国跨国公司海外分支机构研发人员薪酬排行中，中国的研发薪酬是排在倒数第三位的，也就是美国跨国公司在中国的研发成本很低，这是我们的优势。从20世纪80年代改革开放到2008年之前，我们就是靠剩余劳动力带来的劳动力成本低下，迎来了中国制造的浪潮。下一步我们的技术提升很重要的依存，一个是依靠自身技术的研发和投入，另外一个是低劳动力成本。

不仅仅有第二次人口红利，更重要的是创业后备军很庞大。2018年本科毕业生是753万人，2019年是817万人。如果按照国家统计的科技人力资源，科学研发人员已经达到7000万人，而美国的工程师只有2000多万人。前段时间我到北美一些国家给他们讲中国的教育，这些年培养了多少工学、理学、人文类大学生，数字说出来把他们吓一跳，因为我们一年毕业的大学生就相当于他们一个国家的总人口。更重要的是，目前世界的研发格局也发生了很大变化，原来它是一个三角形：美国在上端，集中于研发和金融；德国和日本在中端，集中在高端制造；中国和印度在底端，集中在制造业加工和服务加工。但是，现在从全球价值链的角度来讲，中国已经开始全面替代日本和德国，跟美国基本上平起平坐。

中国和印度是向美国输出技术创新人员最多的国家，印度每年是44.4万人，中国每年是35.6万人。这个循环近年来已被打破，每年输出的高技术人才基本上是50多万人，输入人口开始有20多万人，这个对我们的技术变化影响很大。在美国的很多领域，比如计算机行业、电子行业、化工行业、药物行业里，非欧美族裔的创新者占比很高。最近中美

贸易摩擦所引发的技术战、人才战，会引起未来结构性的剧烈震荡。

我国的总体创新环境在加速改善，创新产出也在加速增长。

我们自己测算的中国创新指数如图4-9所示，2014—2015年的创新产出指数是加速上扬的。另外，在相关的各类参数分布中，创新环境指数上升得最快。其次是我们的产出指数上升也非常快。另外，瑞士的一个研究机构也公布了最新的全球创新指数排名，该排名中瑞士蝉联第一，中国排名继续飙升，从2018年的第17位上升到第14位，成为前20名中唯一的中等收入经济体。在这个指数中，可以看到中国的创新效率在全球名列前茅。中国在中等收入国家里排名第一，但投入指数排在第26位，产出指数排在第5位，相对应的产出效率在全球也是非常高的。当然，对这个创新指数也不能简单化认识。同时，还有研究公布了2010—2017年一些专利和相应的专利出版物的变化。中国总共公布了9.2万项专利，在药物领域公布了21.5万项专利，超越美国，位列世界第一。美国生物行业和医药行业人士对在华专家进行了铺网式审核，这个审核主要基于他们的主观判断，那就是这些专利变化使他们总以为中国偷取了美国的一些专利，他们认为他们的很多专家特别是华裔专家把这些专利偷偷送给中国了。这些做法和想法都是毫无根据的。当然，个别打擦边球的可能有，但不可能存在系统性行动。最近我们查出医药行业的高倍发文和专利技术造假问题，学风问题和科研造假问题也很突出。成绩是有的，但问题也有。

目前中美贸易摩擦引发的技术战，是我们高度关注的核心问题。中国人民大学相关团队也在研究，但研究这个最有优势的是清华大学，因为人民大学主要搞人文，对技术战的细节到底是什么样讲不清楚。很多技术变化不能简单从专利变化、产业变化、论文数变化来观察，需要很多领域真正懂行的专家共同研究，才能做出一些科学判断。目前有很多内部材料对“卡脖子技术”进行了专门梳理，有些团队已经梳理出34大类“卡脖子技术”，然后把这些“卡脖子技术”的技术链、产业链、核心突破点都分析出来，供大家研究所用。

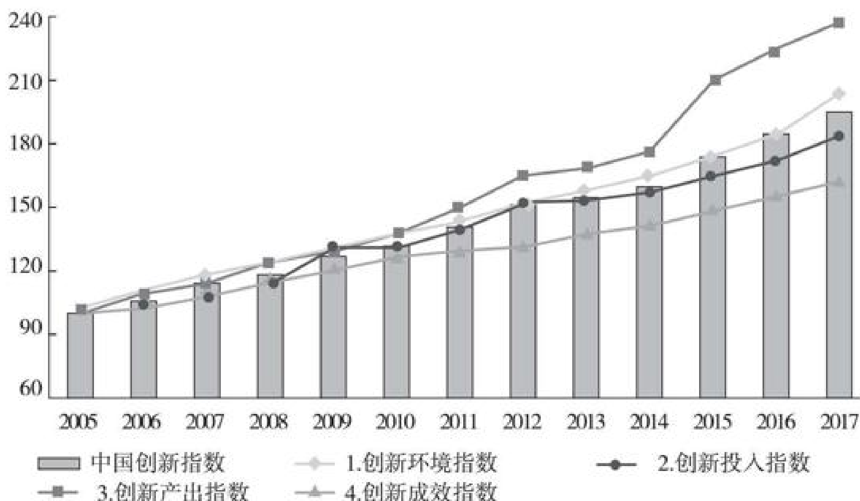


图4-9 2005—2017年中国创新指数及分领域指数图

这些东西弄出来以后，特别是在网络上散布以后，一般老百姓就产生一些恐慌，认为美国在这次贸易摩擦中所引发的技术战和人才战会产生强烈的效应，我们现代化的进程可能就会大打折扣，我认为这样的担忧是不必要的。我们不懂科学本身的变化，但我们可以研究科学史。我们研究的重要案例，就是在1871年到1945年德国技术的赶超进程，我们把各个模式赶超都研究了一遍，包括美国、日本、韩国，最经典的是德国。在“一战”前夕，德国入侵比利时，世界各个国家都对德国进行谴责，同时所有国家对德国科学界发起了全面制裁，要求当时世界上顶级的杂志、最重要的协会和一些国际论坛与技术合作，把德国科学家全部排斥在外。当时德国所建的实验室、大学的研究所是全世界最先进的，但是在1871年俾斯麦统一德国之前，德国的技术水平一塌糊涂。当时美国、英国、法国、俄罗斯都加入制裁德国的行列，最后德国的技术和科学进步夭折了吗？没有，反而发展得更好！这是我们需要反思的。原因很简单，在任何一个赶超过程中，核心技术、关键技术都不是偷来的，都不是模仿出来的，而是靠自己研究的，科学的积累都得靠自己。因此，封锁恰恰促进了德国的科学体系焕发出它的潜能，这个体系就是国家体制为主导的创新体制，使德国发挥出巨大的能量。

美国和日本之间的贸易战引发的技术战，就是因为日本围绕着半导体、汽车等技术跟美国打，最后产业转移到韩国去了。很多人认为三星就是日美贸易战的产物，如果得出这种结论可能就有问题了。因为日本的科技并没有停步，也不像大家所想象的那样。此外，新一轮的技术革

命、技术传递和技术赶超与传统格局不一样，它是在全球化背景下展开的。另外，这一轮的全球化和历史上的三次全球化都不一样，它的水平一体化和垂直分工化都很厉害，导致大量的技术外包、服务外包和制造业外包，从而形成了一个全新的全球技术链、产业链和价值链。最后，我们发现技术的创新源不是一个，而是多个节点，这些节点导致的重要变化是市场为王，谁的市场大、谁的创新多，谁就是老大，这是变化最大的一点。一是平台式创新很厉害，二是市场主导性创新很厉害，三是政府主导的基础性研究很厉害，四是政府主导下的创新基础设施投入更加厉害。我们会发现产业链和技术链的变化导致创新模式也发生了变化。

此外要关注的是，技术要脱钩最重要的是要与产业链、价值链脱钩。中美是不是会步入到新冷战？特别是在技术层面我们怎么来评估这个问题？首先要评估的就是价值链会不会脱钩。欧美以及世界能不能舍弃中国市场这块大肥肉，这是要评估的一个重要问题；其次要评估中国技术变迁和技术创新的路径。一个创新者对跟随者的技术创新战略，最好是等其不断地研发，一直到要产业化的时候，再把其已经产业化的技术转移给后发国家，把原来的研发全部打消掉，这就是我们反思的。过去有一种模式叫市场换技术，市场能换技术吗？换不来技术。因为等你研发得差不多了，你把市场让给他，他来进行产业化，结果导致原来所有的基础性原发创新都胎死腹中。典型案例有两个。第一个是大飞机。20世纪80年代的大飞机研发计划很厉害，后来由于我们引进了波音飞机和欧洲的空客，导致我们的大飞机计划停滞了几乎30年。第二个是汽车。我们在红旗轿车上的技术研发投入已经有20多年，20世纪80年代后引入了大量的汽车生产线，尤其是引入日本和德国的汽车生产线，直接导致红旗轿车下线。

真正的领先者与跟随者保持的最好距离，不是坚守技术一成不变或不进行外移，而是适时进行外移来控制后进者的研发动力，这是很重要的战略。大家要记住，欧美从来没有给我们转移过关键技术。比如，巴黎统筹委员会以及《瓦森纳协定》规定，整个北约体系对于只要跟军事有任何关联的技术都禁止转移，不是现在禁止转移，而是历史上一直是如此的。大家一定要记住，在技术层面，中国和美国、中国和欧洲、中国和日本从来就没有完全挂钩，现在即使松一松、脱一脱也不是坏事。

从我们的技术战略来看，一是过去20多年我们取得了伟大成就；二

是世界技术创新正处在一个周期的交界时期、调整期和未来的孕育期，这恰恰是我们大踏步赶超的环节；三是我们必须要很好地利用大市场所产生的内生动力，同时要防止欧美在技术上提防跟随者的战略举措。中国经济规模未来发展的空间非常之大，把这个空间利用好了，就会为我们的技术进步提供无穷动力。

未来新征程要完成很多任务，比如要跨越修昔底德陷阱，跨越中等收入陷阱，超越明斯基时刻，破解李约瑟之谜，跨越环境库兹涅茨曲线拐点等。其中最重要就是李约瑟之谜，这是世界对中国所提出的疑问。李约瑟是一位科学技术史上的大家，原来在清华大学待过。抗战时期他在中国收集了很多中国的科技史材料，写出了一本《中国科技史》。在这本书里他提出了李约瑟之谜，讲到中国有四大发明，历史上的GDP增长也很高，但是中国为什么没有酝酿出像英国那样的技术革命和产业革命呢？他的结论是，中国的政治力量、官僚体系太强大，压制了人们的创新力量。

我们国家目前的这套体系能不能进行创新呢？我们的答案是肯定的。这个创新很重要的一条，就是摆好市场与政府的关系。我们目前要做的就是全力突破李约瑟之谜，把政府与市场在研发创新上的关系理顺。要想打破技术垄断，争夺产业链控制权的目标路径，现实前提在于把握好科学技术和市场的内在逻辑，充分发挥中国具有全球第一的大市场环境的绝对优势，追逐全球市场研发创新的内在动力。

第一，没有市场难以赢得技术竞争；第二，没有市场体量也难以赢得技术竞争；第三，没有自主市场更难以赢得技术竞争。

这是三个承诺，一要依托市场体系；二要善于运用市场体量；三是这个市场体量不是简单地以别人为主、被别人控制的市场体量，而是自主、自我的市场体量。我们过去在创新动力构建上是成功的，这是构成经济增长奇迹和技术突破奇迹的重要基础。中美贸易摩擦的本质是中美技术摩擦，中美技术摩擦实质上反映了我们过去的创新发展是成功的，因为我们对美国产生了压迫感和威胁感，所以美国才会如此。

市场导向的大规模技术创新和基础导向的政府赶超体系是中国创新战略实施的两条腿，两条腿同时发力、相互配合十分重要。但目前政府这一端做得并不十分理想。政府主导的赶超体系为什么会在现在出现短板呢？重要原因是政府老想跟市场抢饭吃，没有专注于基础研究领域，

这是我们的短板。中国的科技进步和创新必须要从核心技术和基础理论上扎扎实实进行根基建设，要在全产业链的构建和全创新链的构建上面做文章，而不是投机取巧。我们现在的创新体系，在分权体系下各个省都想有创新和技术突破，连一个县现在都有高新技术园区、战略产业园区了，全国各类园区一共5万多家。但真正的“国家队”不足1000家，再加上“省队”也就2000～3000家。其余的4万多个园区有没有真正的创新能力和研发能力呢？现在很多理工科学校的基础研究差不多被掏空了，校产每年呈现两位数的增长速度，但基础领域的创新却乏善可陈。未来技术进步最大的障碍是泡沫化和金融化，特别是构建在技术神话基础上的泡沫化和金融化问题。所以我们一是要加强基础领域建设；二是要对目前过分分散、全局创新、过分金融化的发展趋势有所遏制；三是要真正建立市场导向、企业主体、平台导向的创新体制，政府在其中一些商业化领域一定要起一个补充性的作用，千万不能与市场争利。政府有很多的创业基金，适度投入可以，但遍地开花与私募基金争食就会出问题。在某些技术商业化甄别上，政府没有优势，政府的定位要更凸显基础设施、基础领域、国家战略，重要的是要凸显市场导向。

结论有以下四点。

第一，产业周期和技术周期表明世界的创新并不乐观。

第二，世界并不乐观，但我们很乐观，中国创新与赶超的战略机遇期已经到来。

第三，我们已经呈现出加速赶超和弯道超车的态势，因此在制度创新上应该有基础性的制度自信。

第四，在制度自信的基础上，还得进行机制体制的改革。总书记在解读党的四中全会报告时，专门强调科技体制的创新，是我们构建高质量发展体系中的关键一环、重中之重，所以下一步的改革任务就很重了。

现在很多学者和很多规划，都简单把战略落脚点落到世界科学预测者所炒作的概念上面，这是一个天大的陷阱！我们千万不要简单地跟随施瓦布、里夫金走，施瓦布连个科普专家都算不上，他却写出了《第四次工业革命》这本书，而最为恐怖的是发展中国家的领导特别相信他，老是跟着他的观点走。我们说未来很多的技术革命还比较遥远，今天很

多人讲未来是人机共存、半人半神，其实这个故事20世纪50年代就出来了。有些东西不可预测，但可以简单判断未来十年这些预测会不会变为现实，因此我们应对遥远事情的关键就是保持战略定力，在基础领域进行深入布局即可，大可不必组建很多公司，在还没有理论突破，也没有技术突破时，就开始商业化运作！不要相信神话和故事，必须讲基本规律。

小结一下本文主要讲了以下几点。

第一，简单地驳斥一些流行性观点，技术革命、技术创新、产业革命还没有到来，世界处于一个调整期，处于整体经济的低迷期。

第二，我们的春天到来了，但我们还要注意机制体制的全面重构，在重构的过程中要看到过去是胜利的、是成功的。

另外，我有一个希望，希望我们在未来形成一些概念的时候，一定要有充分的数据和充分的理论逻辑做支撑，不能简单跟随一些网络概念进行判断。

---

[1] 作者于2019年11月14日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

市场化与创新[1]

张维迎

论坛成员、北京大学国家发展研究院教授

一、市场最重要的功能是推动技术进步

经济学研究的是什么？我想大部分人会回答说，经济学研究的是稀缺资源如何配置。什么样的体制可以达到资源的最好配置呢？我想大部分经济学家会说是市场。这些说法有没有错呢？当然没有错。

我想在本文特别强调一点，市场最大的好处并不像经济学或者主流经济学解释的那样，是可以达到资源的最优配置，让每一种资源在使用方面的边际价值达到均等。我认为，市场最重要的功能是让每一个人的积极性、创造性得到最好的发挥。最好的结果是取得进步，主要表现为技术的进步，可量化的技术进步。

简单地说，市场是通过两个渠道来推动经济增长：一个是技术进步，一个是配置效率。第一位是技术进步，第二位才是配置资源。道理很简单，如果仅仅是配置资源，一旦达到均衡状态，经济就会日复一日、年复一年地循环运转，不会有任何增长，这就是熊彼特定义的循环流经济。人类持续而显著的经济增长只是过去200多年的事情，这200多年里我们的所有进步主要不是来自已有资源配置效率的改进，而是来自不断创造的新的技术、新的产品、新的资源。

二、资源是内生于技术的，不是给定的“禀赋”

我要强调的一点跟产业政策有关。林毅夫教授提出一种观点，说资源禀赋决定一个国家的比较优势，根据这个比较优势制定自己的发展战略，经济就可以很好地发展。比如说，劳动丰裕的国家应该发展劳动密集型产业，资本充足的国家应该发展资本密集型产业，等等。这种说法听上去很符合经济学逻辑，但跟人类经济增长的历史不太搭界。

在人类过去200多年的发展中，资源不是先天给定的，而是内生的。什么是资源？什么不是资源？这依赖于有什么样的技术。比如，石油是我们现在认为非常重要的资源，但是在19世纪中期之前，它并不是什么资源，而被视为一种废物。人们打的水井或者盐井，可能会被地下冒出来的石油污染，这就带来了一个很大的麻烦，需要人们花大量的劳动去处理。后来人们发现石油可以燃烧，于是就从中提炼出煤油用来照明，这时石油就变成了资源。但提炼煤油的副产品是汽油、重油，这些东西又成了垃圾，因为汽油容易挥发，燃点很低，43度就可以燃爆，非常可怕。后来人类发明了汽车，发现汽油可以做内燃机的燃料，从此汽油才成了资源。再后来又从石油中提炼出三百多种化学材料，发展出了石油化工产业。这样石油就成为现代经济的主要资源。

再比如，在发明硫酸盐造纸技术之前，美国的纸浆工业只使用北方的云杉树和冷杉树，南方快速生长的松树是不可用于纸浆制造的。但在20世纪20年代发明硫酸盐纸浆技术之后，松木就成为纸浆原料，到20世纪中期，美国纸浆产量的一半以上来自南方。

这些例子说明，我们不能假定资源是给定的，是所谓“禀赋”。人类现在使用的大部分资源其实是人类自己创造的。地球上为什么会有石油？石油储量到底是有限的还是无限的？这在理论上是有争论的。按照流行的说法，数千万年甚至数亿年前地上的植物和动物被沉积到地下，最终变成了石油和煤炭，所以石油储量是有限的。但这种说法未必正确。因为如果按照这种说法，石油资源早该用光了。但随着技术的进步，新的油田被不断发现。

人类的进步来自新知识，来自技术进步。资源本身也是知识和技术的函数。我们有什么样的资源，依赖于我们有什么样的知识和技术。技术进步主要是市场经济带来的。市场的真正核心是企业家精神，也就是每个人的创造力。

三、经济增长靠的是企业家的套利和创新

2019年是我关于企业家的第一篇论文发表35周年（1984年发表），也是我和盛斌合作的第一本关于企业家的书出版30周年（1989年出版）。我从做经济学研究开始，就强调企业家的重要性。这也可以让

我们反思，主流经济学里面有企业家吗？没有，你找不到企业家。主流经济学认为，市场自身就可以非人格化地完全运转。我认为不是这样的。

关于企业家功能，这几年我慢慢把它们归类，大概有两类：一是套利，二是创新。这两类功能可以用经济学的工具——生产可行性边界来描绘，但不完全准确，因为好多产品原来都没有，是企业家不断创造出来的。不过，用这个分析工具，我们也可以解释一部分道理，如图4-10所示。

假定社会存在两种产品，一种是玉米（用横坐标X表示），另一种是大豆（用纵坐标Y表示）。给定技术下能够生产的最大产量组合，也就是资源达到最有效配置时的产量组合，经济学家称之为“生产可行性边界”，如图4-10中的曲线X1Y1。沿着生产可行性边界，生产上达到帕累托最优：增加玉米就得减少大豆，反之亦然。增加玉米带来的大豆损失就是生产玉米的机会成本，这是经济学中最重要的概念之一。沿着这条边界，最优生产组合在哪里？它应该迎合消费者的偏好。我们可以设想消费者偏好如图中PP所示，那么C点就是最好的，意味着资源达到了整体最优配置，任何改变都会使社会遭到损害。在这个最优点，由消费者偏好决定的产品价格刚好等于生产产品的机会成本，生产者没有利润。

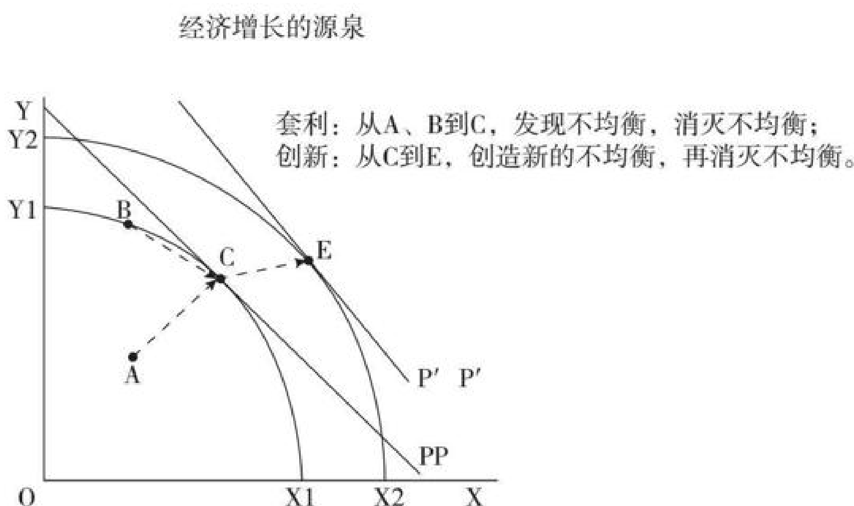


图4-10 用生产可行性边界表现的经济增长

真实世界里是什么样呢？一般不会在C点那里，通常会在如A这样的

内点，或者在如B这样的边界点，这样就有企业家获得盈利的空间。A点意味着产量没有达到最大，生产潜力没有得到充分发挥；B点意味着资源在两种产品生产上的配置不合理。为什么处在A或B这样的点呢？因为人类的无知，或者激励机制出了问题。大部分人对获得盈利的机会没有警觉，或者熟视无睹，或者不愿冒险。最有能力发现赚钱机会的人就是企业家。当他发现了有利可图的机会并冒险利用这种机会的时候，一方面他自己赚了钱，另一方面推动资源配置效率改进，带来了经济增长。所以，经济增长总是与企业利润正相关。

比如说，如果实际生产达到了B这个点，在技术上讲是有效率的，因为你不可能再增加一种产品的产量而不减少另一种产品的产量，但是结构上是不合理的。你生产了太多的大豆，太少的玉米。具有企业家精神的人发现了这点，把资源从大豆生产中调出来，去增加玉米的生产，减少大豆的产量。增加了玉米的产量，经济也增长了。这就叫套利。由于不可能准确把握现实经济究竟处于哪一点、均衡在哪一点，所以套利是有风险的。企业家与常人不一样的是，他们的判断更准确一些。

到了C点，经济处于均衡状态，套利空间没有了，就不再可能通过改变资源配置带来经济增长。此时，经济要继续增长，一定要靠创新，创造出新产品和新技术，把生产可行性边界往外移，如从X1Y1移到X2Y2。新产品和新技术带来新的不均衡，又为企业家提供了新的套利机会。经济增长就是这样一个套利和创新周而复始的过程。没有创新，套利机会终究会消失，经济不可能持续增长。

图4-10的问题在哪里？它假设产品是给定的，而真实世界的产品是不断增加的。如果一个国家的经济增长要靠现有产品产量的不断扩大，它是不可能持续的。什么叫产能过剩？产能过剩就是你生产的东西不是消费者需要的，这也是企业家的失职。GDP增长8%，不可能靠所有的产品增长8%来实现。随着收入增加，消费结构必然发生变化，有的产品甚至会负增长，那怎么能增加8%的GDP呢？一定有很多原来没有的产品被创造出来。所以就没办法用图4-10的生产可行性边界完全表示。在数学上可以用一个方式，用N表示已有的产品数量，经济增加就是产品数量从N变成N＋1、N＋2、N＋3……不断有新产品出现。

这是这几年我理解整个中国经济增长的基本框架。我还概括出一个我称为“斯密-熊彼特增长模型”的概念，它比现在教科书上说的凯恩斯主义需求模型、新古典增长模型都更符合历史，更有说服力，也更有预测

力。

四、中国企业家要由套利转变到创新

由此来看，中国经济过去这40年是怎么增长的？如果我们从更大的范围看，是靠企业家的套利活动推动的资源配置效率的改进。为什么靠套利或者说资源配置改进可以带来如此高的增长？刚才讲人类很无知，我们不仅很无知，无知的情况下还搞出了另外一种反市场的经济制度——计划经济。计划经济下的资源一定是错配的，你需要的东西买不到，你不需要的东西却在那儿放着，人们没有积极性和自主性纠正错误，哪怕这些错误非常显而易见。

只有市场化改革才能改变这种情况。有了自由，人们可以经商办企业，企业家精神就能得到发挥，资源配置效率就能得到改进，经济就增长了。

我必须强调，上文讲的套利是生产性套利，给消费者创造价值的套利，而不是分配已有财富的非生产性套利。这样的套利，作为企业家的功能，对国家来讲也是一件好事。

我们为什么会取得这么大的成就？这些技术是哪儿来的？是人类过去200多年积累起来的。过去40年中国经济增长所依赖的技术和产品，都是引进的，我们可能做出了一点小的改进，但是最核心的东西都是别人创造的，并且很成熟了。西方积累的技术为中国创造了巨大的套利空间，这是经济高速增长的主要原因。当然这也与邓小平提出的改革政策相关。没有改革开放，企业家精神发挥不出来，即使有潜在套利空间，也不存在利用它的企业家。

我在2018年初写了《我所经历的三次工业革命》一文。从世界范围讲，第一次工业革命是18世纪60年代在英国开始，主要是纺织业机械化，之前纺纱织布都靠手工；第二次工业革命以电气化为基本特征，是从1882年爱迪生发明照明系统开始；第三次工业革命是“二战”之后，计算机信息化。我小时候在农村生活，穿的衣服都是妈妈手工织的，连第一次工业革命的成果也没有享受到；上学时晚上看书照明用的是煤油灯，我们那个村到1994年才通上电；我在生产队当会计时算账用的是算盘，是我们的祖先在公元前400年左右发明的。到现在已经完全不一样

了，中国40年内经历了三次工业革命。

在西方国家几百年积累的大部分技术被我们利用之后，套利空间在不断缩小，我们的增长越来越乏力，这是很自然的，全世界所有后起的国家都有这样的经验。

接下来套利的空间越来越小，发展要靠创新，创新就要靠企业家。我们要从配置效率驱动的增长转向创新驱动的增长，相应地，企业家队伍也要发生变化。过去靠的是套利型企业家，他们市场意识很强，能看到赚钱的机会，放大胆子去干就可以了。创新型企业家可不是这样，他们要能看到未来，能看到眼前看不到的东西，这一类企业家比套利型企业家更稀缺，他们要求的素质不太一样，要求的体制环境也不太一样。

套利对制度的要求相对简单一些。即使在“文化大革命”期间，仍然有人搞投机倒把，今天买个东西藏在家里面，明天再偷偷卖出去，只要没被发现就能赚钱，一旦被发现了，就要被抓起来。改革开放以后投机倒把不违法了，最初的万元户都是靠投机倒把发家致富的。

创新型企业家，在别人都看不到任何机会的时候，却能发现机会。十几年前我用过一个比喻：山沟里面到处都是自然形成的石洞，你想当一个和尚比较容易，拿个扫帚进去扫一扫，把腿一盘坐在那里念“阿弥陀佛”，就会有人给你布施，你就能活下去。现在所有的洞都被占满了，你要是想当和尚，就得自己在岩石上凿出一个洞来，这就很困难了。这是对中国企业家的最大挑战。

中国的企业家习惯于赚快钱，赚容易赚的钱，赚套利的钱，而创新型企业家需要有更大的耐心，要应对更大的不确定性，要经得起长时间的亏损，承担更大的风险。因此，从套利转向创新不是一件容易的事。但我们有一些成功的事例，比如任正非领导的华为公司，就是从套利走向了创新的典范。华为最初卖交换机，那是西方很成熟的产品。现在不一样了，华为能制造世界上最牛的电信设备，比西方竞争对手做得好。但整体来讲，我们离基于创新的经济还有很大的距离。

在过去二三百年里做出伟大成就的人和国家很多。2018年我去了苏格兰，它现在有800多万人，200年前才100多万人，但可以数出至少几十位杰出的苏格兰人，为人类做出了巨大贡献。发明分离式蒸汽机的瓦特是苏格兰人，钢铁大王卡耐基是苏格兰人，发明电话的贝尔也是苏格

兰人，还有好多这样的人。苏联解体之前每10年至少有三个诺贝尔奖得主。第一个把人造卫星发射上天的是苏联，第一个实现载人航天飞行的也是苏联。我们取得的成就虽然值得欣慰，但远远没有达到让我们骄傲的程度，比现在再多10倍、20倍、100倍都不一定值得我们骄傲。看一看现在的汽车，一辆宝马车里面的专利发明有数千项，有哪一个是我们的？没有。

当然，我们是很有希望的。套利不好赚钱时要寻找新的方式。在创新方面，过去十几年中国还是取得了很大进步的。

五、中国在创新方面有很大进步

经济学家一般有三个指标衡量创新。第一个是研发投入，特别是研发投入占GDP的比重（国家层面），或占销售收入的比重（企业层面）。这个指标很重要，因为很多创新要花钱、花人力，如果不愿意投入，创新就很难。第二个是专利数量。创新最重要的还是技术，大部分技术创新会申请专利。第三个是新产品销售收入占总销售收入的比例，这是创新的结果。

应该说，这三项指标都有很大的缺陷。一是花了很多钱未必能做出新东西来。用研发投入衡量创新，就像在大学里晋升教授不是看候选人的学术成果，而是看他申请了多少国家科研经费，花国家的钱越多，他晋升得越快，名气就越大，真是荒唐！现在花的钱越多，以后拿到的钱也越多，好多科研经费实际上都被浪费掉了。企业创新也一样，不是说花钱多就一定有创新。

二是90%以上的专利都没有实用价值，有用的专利其商业价值也大不相同。瓦特的蒸汽机专利、爱迪生的灯泡照明专利、贝尔的电话专利，与我们现在的大量专利相比，其价值根本不在一个层次。所以专利指标本身也有问题。

三是新产品销售怎么衡量？什么叫新产品？别人生产了你没生产，你再生产的是不是新产品？所以新产品销售也有好多问题。

尽管有这些缺陷，但我们现在能用的也就是这三个指标。用这三个指标来衡量，过去10多年中国在创新方面还是有很大的进步的，这应该

让我们感到些许欣慰。

我给大家提供几个数据。第一个是全国研发投入占GDP的比重。1995年GDP只有0.6%是用于研发的，到2016年已经达到了2.1%。无论是国家还是企业，对科研、研发方面的投入都是越来越重视了。跟其他国家横向比较一下，在1995年主要经济体里我们的这一占比是最低的，日本达到了2.7%，美国是2.4%。之后，其他国家也在上升，但我们上升得最快，到了2012年，我们国家研发投入占GDP比重已经超过欧盟28个国家平均值。当然我们比日本、韩国、德国、美国要低，但我们体量大，是第二大经济体，GDP相当于美国的2/3，所以总的研发投入还是很大的。

第二个是工业部门研发投入占销售收入比重。大致来讲在1998年的时候是0.6%～0.7%，现在规模以上的企业已经占到1%，大中型企业已经达到1.15%～1.2%，这也是不错的进步。当然在国际上我们还是比较低的，很多国际大企业一般都是把4%的销售收入用于研发投入。制药企业的新技术研发费用一般比较高，一个新药没有10亿美元的研发投入是做不出来的。刚才讲到华为，华为有百分之十几的收入用于研发，这也是令人欣慰的。

第三个是专利。英国大概在1624年就通过了专利法（《垄断法规》），而中国是在361年之后，于1985年才出台的专利法。一开始主要是外国人在中国申请专利，逐步地，中国企业和个人申请的专利越来越多。以1990年为基准，2016年的国内专利授予数量是1990年的近85倍，其中发明专利增加了263倍，外观设计专利增加最快，是300多倍，实用专利增加较慢，是54倍。总的来讲，发明专利的比重在不断提升，这是一个好消息。有一些花拳绣腿的专利，没有真正的实用价值，但我也不是说不重要，因为任何一个创新都要有一定的保护，让大家有心去做，这是好事。但最终支撑我们经济增长的是发明专利所包含的技术创新。发明专利具有更多的经济价值。国外有按照引用加权的专利指标，中国没有系统的数字来衡量专利质量，我们只是“毛专利”，仅按数量来统计。

第四个是新产品销售占总销售的比例。大中型工业企业2008年是16.1%，2016年是20.4%；所有规模以上的工业企业2010年是10.4%，2016年是15.1%。总趋势是上升的。

六、推动创新的是市场化、民营化和对外开放

中国创新的进步究竟是什么推动的？我简单概括一下：一是市场化，二是民营化，三是对外开放。简单说，通过市场化，中国才有了创新；通过民营企业的发展，中国才有更多的创新；通过对外开放（特别是引进外资），中国才有了更好的创新。

我是怎么得出这个结论的呢？通过跨地区比较。我国各个地区的差异很大，经济增长相差很大，创新相差很大，体制改革相差也很大。如果我们做一个跨地区的横向比较，可以得出一些非常重要的结论。

先给大家介绍一下市场化指数，这是北京国民经济研究所做的一项非常有意义的工作，从1997年开始做，一直到2016年，给每个省的市场化水平打分。市场化指数包括五个分指标，政府与市场的关系（包括财政收入占GDP比重），非公有制经济的发展（包括外资的、民营的），产品市场的发育程度，要素市场的发育程度，中介组织的发育程度和法制环境，然后加权成一个市场化总指数。细节我就不讲了，有兴趣的读者可以读一下王小鲁、樊纲、余静文写的《中国分省市场化指数报告（2016）》。我认为这个市场指数基本上能够反映中国各省在体制改革方面的差异。

图4-11是1997—2014年全国市场化指数的变化。18年间，除了1998年和2010年两个年份，市场化程度总体是上升的。1998年略有下降，可能与应对亚洲金融危机有关，政府力量变得强大，市场化进程就出现了逆转。2010年下降比较大，也容易理解。因为2008—2009年全球金融危机以后，凯恩斯主义回来了，政府投资多了，干预多了，市场化程度就下降了。（图中的黑色线是2008—2016年的可比数据，总趋势是上升，2009—2010年在下降。）

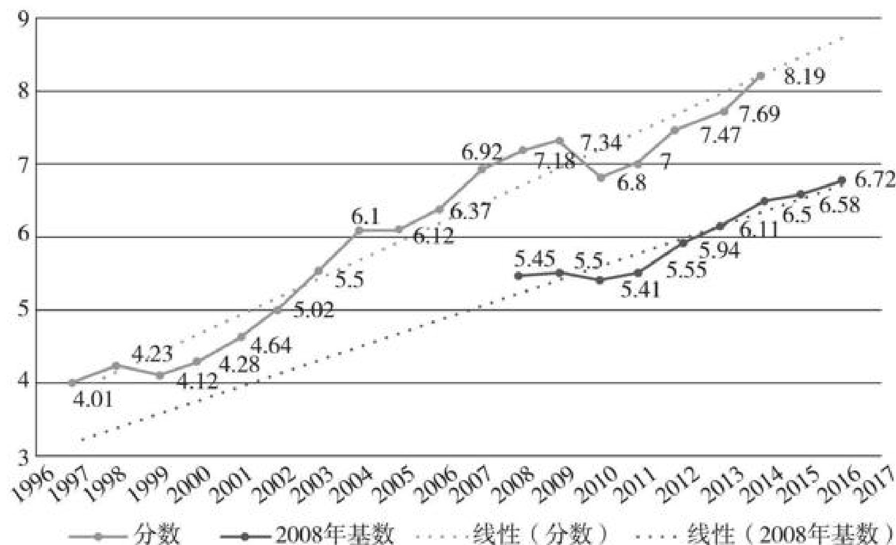


图4-11 中国市场化总指数

但经济改革在不同地区之间表现出很大的差异，分省的市场化指数反映了这一点。图4-12是我用GDP加权计算的东部、中部和西部三大区域的市场化指数，无论从哪一年看，东部的市场化程度最高，中部次之，西部最低。东部的市场化改革比中部和西部早，我们甚至可以看到，东部1997年的市场化程度指数已经超过西部2004年的水平，东部2002年的市场化指数已经超过西部2014年的水平。

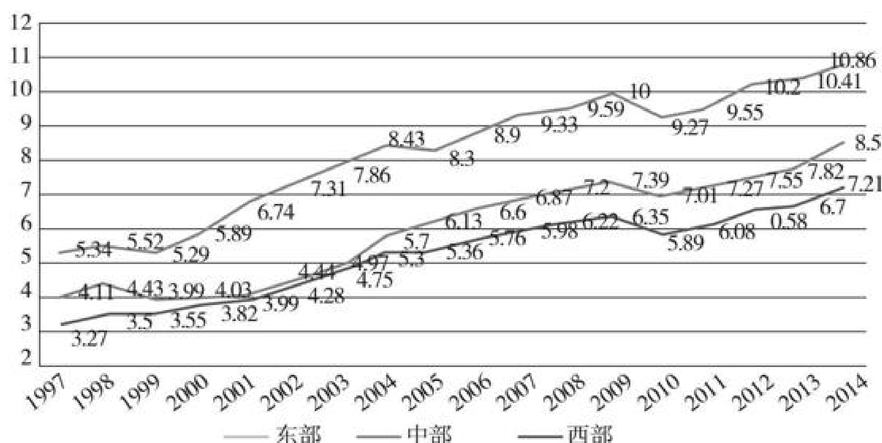


图4-12 东部、中部、西部三大区域市场化指数

现在看一下各地创新差异与市场化差异的相关程度。图4-13的横坐标代表各省的市场化指数，纵坐标代表各省的工业企业研发密度指数

（研发投入占销售比重）。图中每个点都代表一个省，我没有具体标明哪个省，大家可以猜想一下。位于东北角的主要是沿海的省份。从图中可以很清楚地看出，市场化程度越高的地区，研发投入占销售的比重越高，而且统计显著性非常高，相关系数约为0.8。如果我们用市场化指数的分指标，结论是一样的。比如，如图4-14所示，要素市场化程度越高的地区，研发投入占销售额的比重越高。

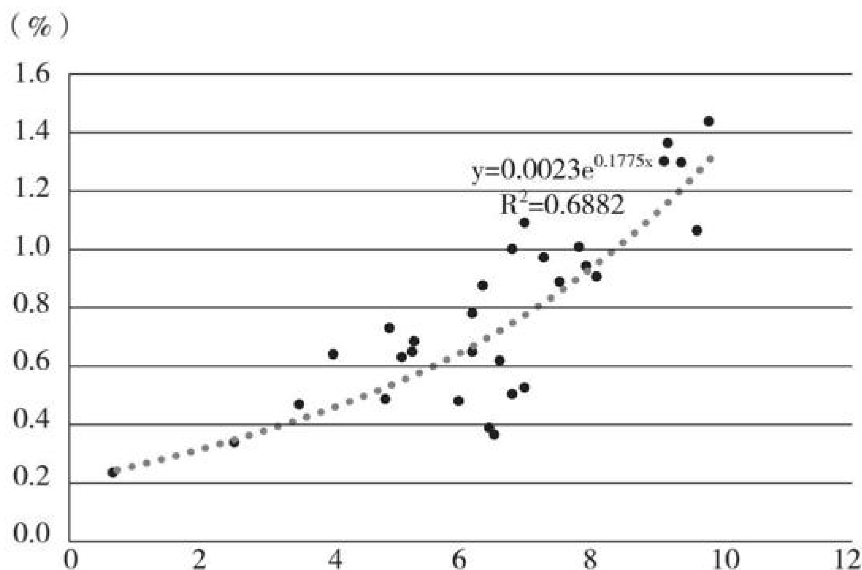


图4-13 各省市场化指数（2014）与工业企业研发密度（2016）

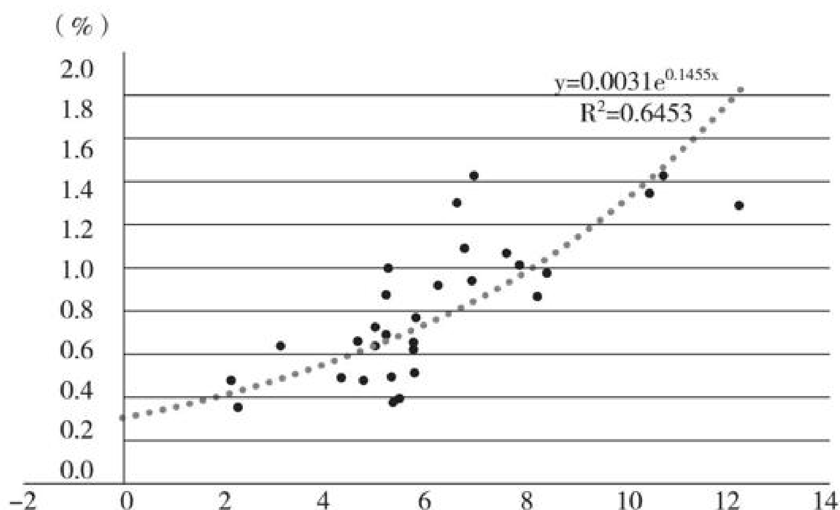


图4-14 各省要素市场化指数（2014）与工业企业研发密度（2016）

图4-15的横坐标是市场化程度，纵坐标是工业企业新产品销售收入占总销售额的比重，二者也是高度相关的：市场化程度越高的地区，工业企业新产品销售收入比重越高。不同年份数据给出的结论是一样的。

再看看专利情况。图4-16的横坐标是市场化指数，纵坐标是平均每万人被授予的专利数。市场化程度越高的地区，平均每万人的专利数量越高，统计非常显著。

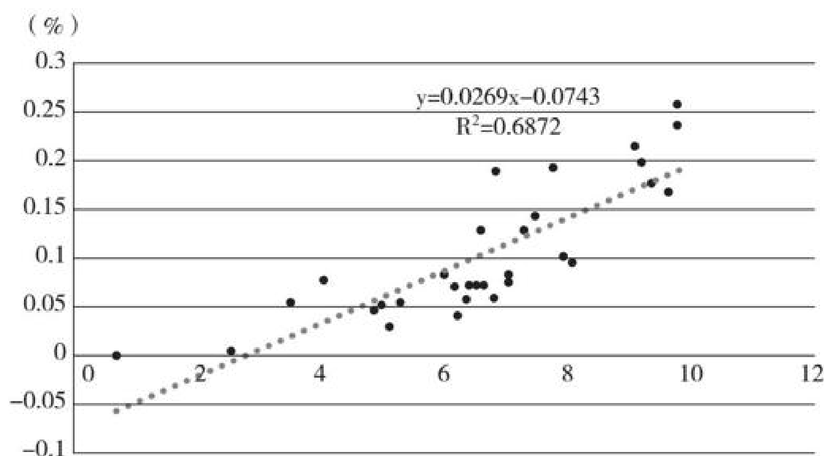


图4-15 各省市场化指数与工业企业新产品销售占比（2014）

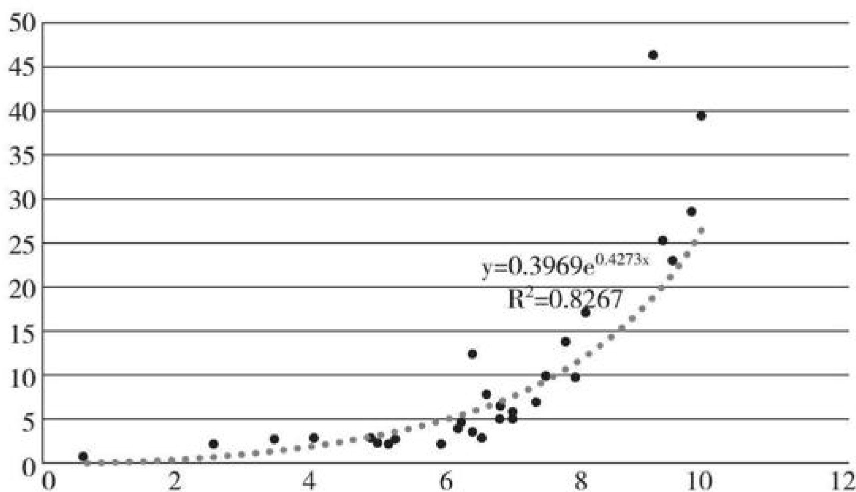


图4-16 各省市场化指数（2014）与每万人被授予的专利数（2016）

下面我们看一下人口流动与创新的关系。计划经济的一个重要特征是户籍管制，人口不能流动。改革开放以来，人口流动已经成为市场化

改革进程的一个重要表现。尽管大城市仍然实行户籍管制，但像北京和上海这样的城市，有三分之一以上的人没有本市户口。这一点对创新非常重要。

人在什么时候最有创造力？离开老家更有创造力。有好几个原因。一是愿意离开老家跑到外地闯荡的人，天生就有一种不安分的基因，生物学上这个基因叫等位基因D4-7，被称为“移民基因”。通常人都愿意待在老家，上有父母庇护，周围有朋友帮助，所以敢于到外地闯荡的人真的了不起。深圳的专利最多，与深圳是一个移民城市有关。30年前去深圳的人都是什么人？是可以睡在火车站的那样一批人。二是离开了父母和熟人的监督，少了一些约束，人们的胆子就变大了。三是到了一个陌生的地方不能靠父母和老关系生存，要靠自己立足，必须有点企业家精神。四是不同背景的人在一起交流和相互碰撞，更容易出现新想法。

衡量人口流动差异的一个指标是非户籍常住人口在总常住人口中的比重。图4-17表明，每万人授予专利与非户籍常住人口比重高度相关，平均而言，非户籍常住人口比例越高，每万人专利越多。

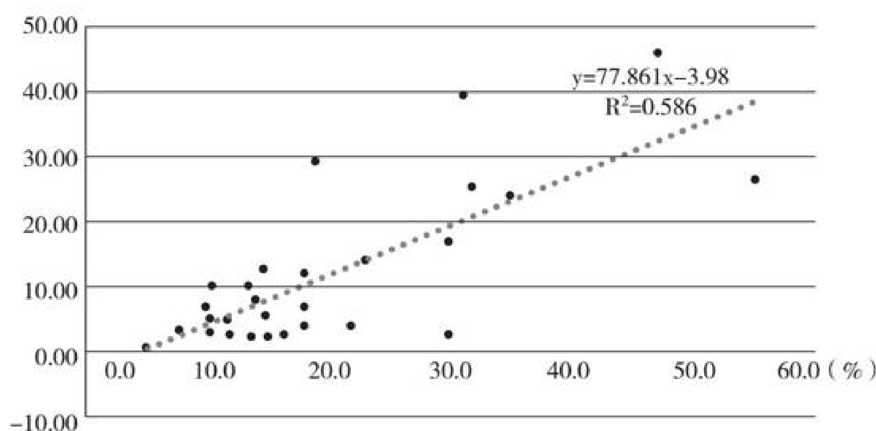


图4-17 非户籍常住人口比重与每万人被授予的专利数（2016）

政府规模和政府经济活动如何影响创新？图4-18的横坐标是平均每万人拥有的政府机构数量，纵坐标是平均每万人被授予的专利数。如图所示，一个地区人均政府机构越多，创新能力就越低，而且统计上很显著，相关系数在0.7以上。图4-19表明，城镇就业中公共部门就业比重越高，人均专利授予数量也就越低，而且统计上高度显著。为什么会出现这种现象？因为政府部门喜欢对经济活动进行干预，政府机构越多，干

预越多，商业的正常环境就会受到不利影响。

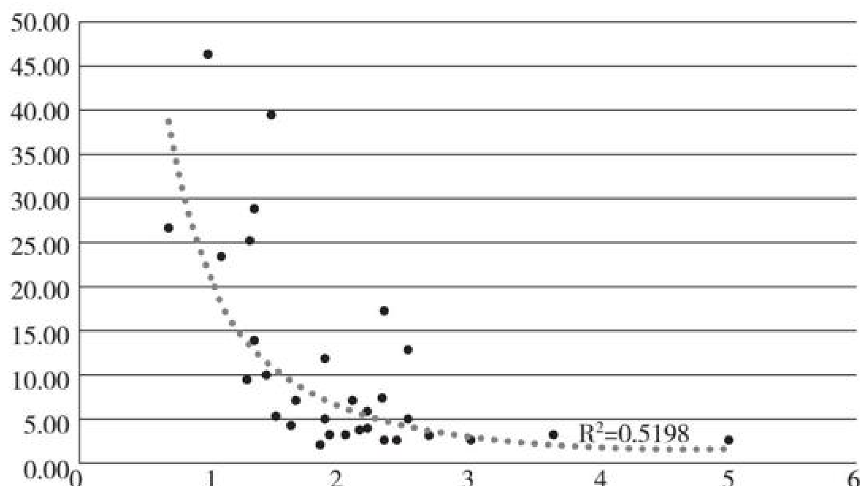


图4-18 每万人政府机构数量与专利授予数（2016）

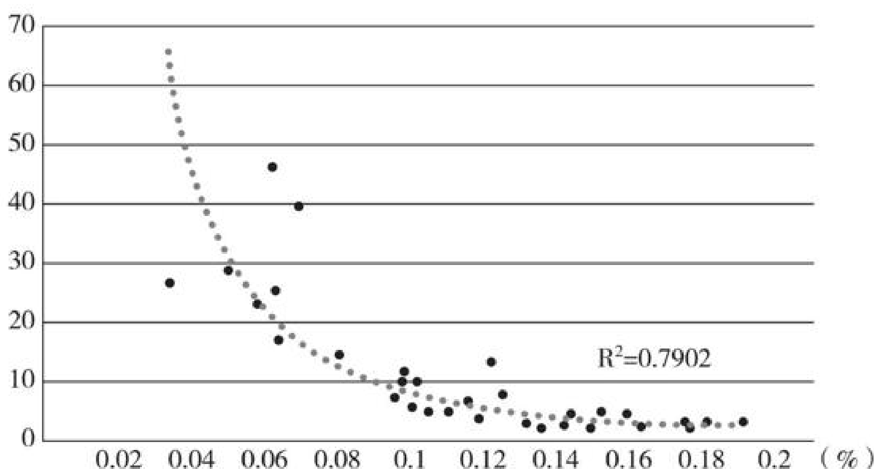


图4-19 城镇就业中公共部门就业比重与每万人专利授予数（2016）

我一直在想这样一个问题：中国人为什么活得累？可能与工作安排的不确定有关。外国人——我是指发达国家的人，好多重要日程安排提前半年就做好了，很少改变。但是我们不行。为什么？因为人家是时间优先，我们是官本位的社会，日程安排不是时间优先，而是官位优先。我举个例子。十几年前我组织过一个企业管理论坛，定好是4月29日星期六开会。但临开会的时候有好几个发言嘉宾告诉我来不了，因为五一劳动节调休，星期六不休息了。这一调，政府领导原来没安排工作，闲着没事，就说把企业家叫来聊聊吧。政府领导叫去开会，企业家当然不

敢不去，我的会议安排就全打乱了。中国人约会老说要到时候再确认一下，是因为有一个因素不确定，比你官大的人想什么时候找你就什么时候找，好像你一直在等着他的召唤。这就带来了连锁反应。如果市委书记的日程不确定，市长的就不能确定；市长的不能确定，各个区长的就不能确定；各区长的不能确定，所有企业家的都不能确定。这样，本来事先计划好的事情，由于领导人一时心血来潮，就没有办法按计划执行了。

企业家本来就要面对各种不确定，比如商业环境的变化，技术的变化，客户兴趣的变化，还有一些意料不到的事情。正因为如此，我们才强调要减少人为制造的不确定性。可以想象，政府部门多了以后，政府官员的安排就多了，每个人都手忙脚乱。深圳的一位企业家曾告诉我，两年没去政府那里了，照样该做什么做什么。深圳的创新能力强，绝对与政府干预少有关，当然也有其他原因。

与图4-18和图4-19形成显著对比的是，图4-20表明，按每万人计算，一个地区的工商企业数量越多，专利授予数量就越多。也就是说，就创新而言，政府机构多是件坏事，但企业数量多是件好事。市场竞争的压力会促使企业去创新。创新不是单个企业的行为，而是群体效应。

如果一个地方只有一个企业，它的创新能力就比较低。

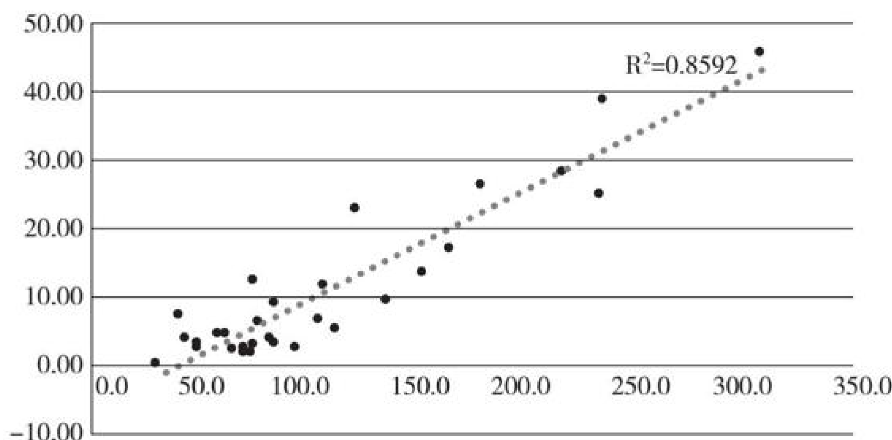


图4-20 每万人拥有的企业数量与专利授予数量（2016）

所有制结构如何影响创新？图4-21表明，国有控股企业数量占总企业数量的比重与每万人专利授予数呈负相关。也就是说，一个地区企业

总量中国有企业数量比重越高，这个地区的每万人专利授予数量就越少。图4-22表明，城镇就业中私人企业与个体户就业占总就业比重与每万人专利授予数之间呈显著正相关：私人部门就业占的比重越高，每万人专利授予数量就越多。

再来看看对外开放。图4-23的横坐标是地区进出口总额占GDP比重，纵坐标是每万人专利申请数。如图所示，一个地区外贸活动比重越大，这个地区的每万人专利申请数量就越多。原因是用于出口的产品，必须质量高，否则就无法出口到国外市场。因此就迫使企业生产高质量的产品，要有创新，要不断改进技术，表现出的就是涌现出更多更高水平的专利。

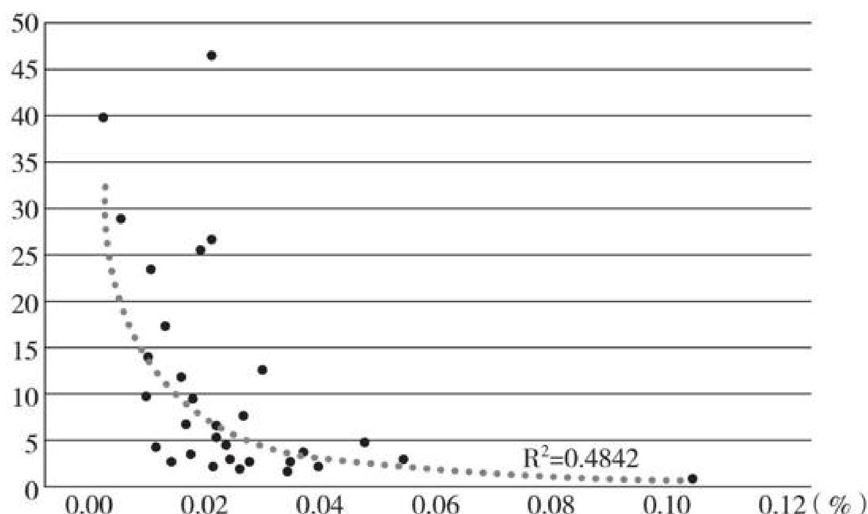


图4-21 国有控股单位数量比重与每万人专利授予数量（2016）

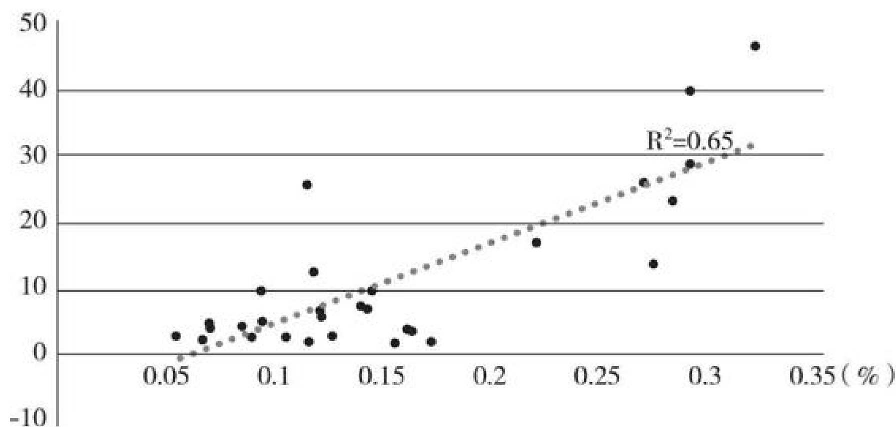


图4-22 城镇私人企业和个体户就业比重与每万人专利授予数量（2016）

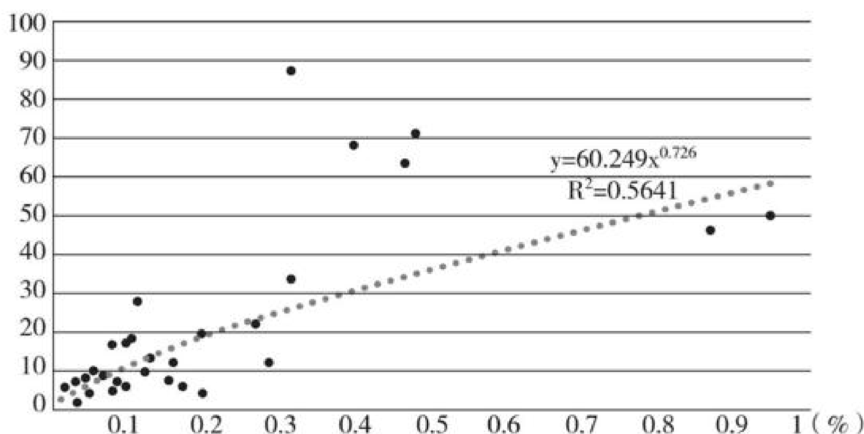


图4-23 地区进出口总额占GDP比重与每万人专利申请数（2016）

图4-24表明，一个地区外资企业、港澳和台资企业的总数量越多，专利申请数量就越多（按每万人计算）。图4-25表明，按照每万人平均计算的外资直接投资与专利授予数量也是高度正相关。这意味着外资企业以及港澳台资企业是创新的重要驱动力。通常来说，这些企业不仅自己有更多的专利，而且会推动本土企业积极从事创新活动。本土企业面临的外资企业竞争越激烈，创新的压力越大。

上述跨地区分析表明，市场化改革、私有企业和对外开放，是中国创新活动的主要驱动力。

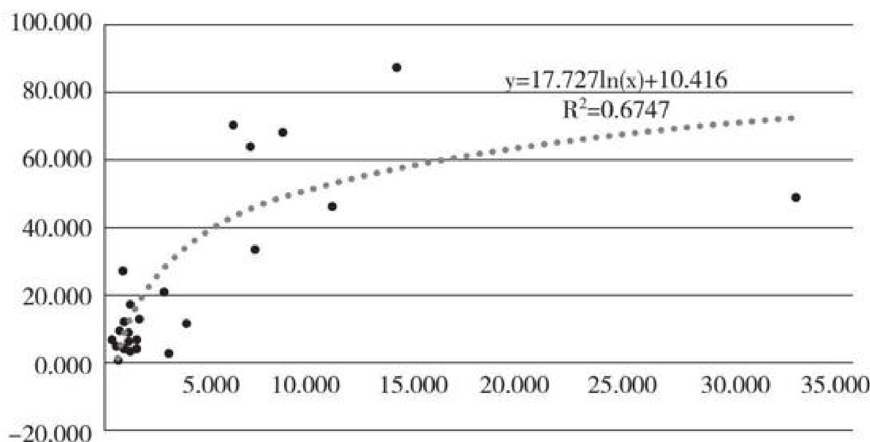


图4-24 每万人外资及港澳台资企业数量与专利申请数量（2016）

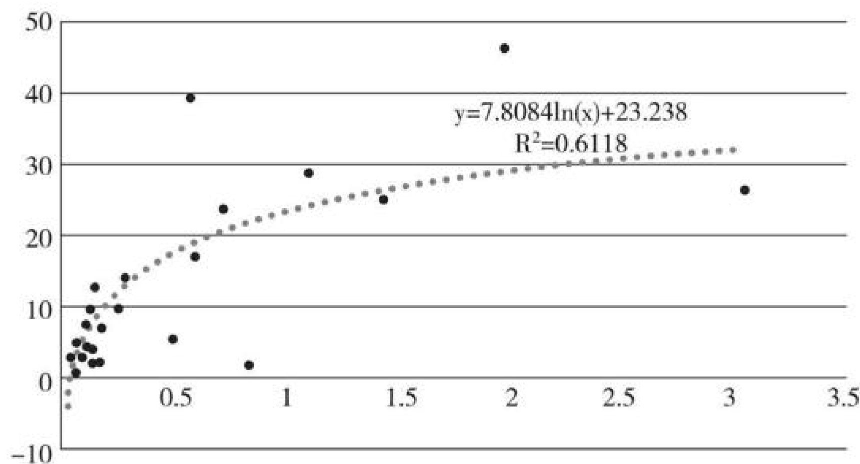


图4-25 每万人外资直接投资额与专利授予数量（2016）

七、第四次工业革命，中国有希望、有机会做出自己的贡献

当中国市场中的套利空间越来越小时，就会出现两个问题：第一，增长速度一定会降，这毫不奇怪；第二，降的速度要维持在适当水平，要靠企业家的创新。而创新本身依赖于我们的体制，尤其是私有企业、外资企业的发展。如果我们不能在体制上创造一个足够好的环境，经济增长方式的转型就只能停留在口头上，未来的增长可能就不会符合大家的期待。

从世界范围的历史来看，主要靠创新驱动的增长能达到3%就很了不起了，因为现在人类技术进步的速度大概在1.5% ～ 2%，再加上创新带来了一定的套利空间，加起来能有3%的增长。所以美国GDP增长3.4%，美国人就高兴得不得了。凡是超过这个增长水平的全是后发国家。套利型增长比较快，不光是中国，日本、韩国、新加坡、泰国以及非洲一些国家（如博茨瓦纳）等，在1965年到1995年，都有过近30年的高增长。

我们要去思考这些问题，看看我们国家还要做些什么。我觉得有几点是肯定的：一是要继续推进市场化改革，减少政府对经济活动的干预；二是加强法制，特别是对私有财产的保护，推动民营企业的发展，让中国人的企业家精神更好地发挥出来；三是还要继续对外开放，绝不

能自我孤立。我们如果不继续开放，现在引进来的技术可能会燃烧一阵子，但最后一定会熄灭。只有继续开放，这把火才会越烧越旺。我在两年前的一次演讲当中提到，前三次工业革命，中国没有为人类做出像样的贡献，我们只是享受了别人创新的成果。第四次工业革命我们有希望、有机会做出自己的贡献，但这有赖于我们一系列的努力。

---

[1] 作者于2019年5月9日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

推动高质量发展

推动空间高质量发展[1]

杨伟民

论坛学术委员会成员、全国政协经济委员会副主任

党的十九大提出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。各方面在解读时，基本上讲的都是产业、产品如何高质量发展，而对空间到底如何实现高质量发展讲得不多。从中国现实情况出发，我觉得提出空间高质量发展非常有意义。如果产业、产品的质量很高，都能达到世界一流水平了，但国土空间混乱，到处挖山填河填湖，这不是完整的高质量，也不是全面的高质量。

认识空间高质量发展，需要理解十个概念：空间发展、空间均衡、承载能力、生态产品、主体功能、空间格局、空间结构、开发强度、空间规划、空间治理。这些，构成了空间高质量发展的基本原则和理念。

一、空间发展

过去我们说经济发展，是以经济建设为中心。后来讲科学发展观，到现在习近平总书记提出以人民为中心的发展思想，特别强调了重视人的发展。到2020年，我国要全面建成小康社会，要实现农村贫困人口全部脱贫，强调的也是人的发展。党的十九大提出的打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，都是以人民为中心的发展思想的体现。早在1996年国家制定“九五”规划时，就提出了可持续发展战略，也就是通常讲的生态环境保护。经济发展、人的发展、可持续发展，这三个发展都非常重要，缺一不可。但在不同的空间单元，每个发展的内容或强度不一样，因为每个空间单元面临的问题不一样。

为了实现“三个发展”，我们提出了许多战略，比较规范的是党的十

九大报告概括的七大战略：科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略、乡村振兴战略、区域协调发展战略、可持续发展战略、军民融合发展战略。这七大战略，有些要在全国的国土空间实施，比如说科教兴国、创新驱动，但有些战略要在某些具体的空间实施，而不是全面实施。比如乡村振兴，肯定不会在北京主城区范围内去实施；创新驱动发展，在很多地方也谈不上。比如在东北虎豹国家公园，创新驱动也只能是在东北虎豹的研究上做一些文章。所以，“三个发展”和“七大战略”必须精准落在应该落的空间，如果只是笼统地去提，可能会在具体空间实施中落空，最后可能会出现一些问题。

我举三个地区为例说明“三个发展”在不同空间的差别。

第一个是三江源。三江源被誉为“中华水塔”，每年给长江、黄河、澜沧江提供600亿立方米的清洁水源。但三江源要想实现经济发展很困难。我去过黄河源头玛多县，这个县在20世纪70年代末到80年代初是中国的首富县，但是我去的时候已经变成了全国最贫困的县之一。原因是什么呢？因为那里空气稀薄，氧气不足，工业搞不了；也没有农业，因为海拔太高，农作物无法生长。如果要讲发展经济、增加GDP，只有一个办法，就是多放牛和羊，结果是当地的生态环境遭到严重破坏。后来国家实施三江源生态保护和建设工程，把牧民集中到移民点或者居民点，集中居住，减少放牛羊的数量，那里的生态环境有了很大好转。但是牛羊数量减少了，牧民的生活怎么办？现在中央确定，在三江源地区设立三江源国家公园，每个家庭有一个生态工人，从过去的放羊放牛变成现在的守护生态，国家给开工资，这就解决了生态环境保护和人的发展问题。

第二个例子是北京。北京面积1.64万平方公里，其中1万平方公里是山区，6400平方公里是平原。有学者认为，北京现在只有2000多万人就开始限制人口了，而日本东京都市圈有3000多万人口，人家发展得也很好。但专家们忽略了北京和东京的地理地貌不一样，开发强度不一样，水资源禀赋不一样。

一是北京1.64万平方公里中有1万平方公里是山地，不能劈山建房。6400平方公里平原的开发强度已经达到46%，也就是说6400平方公里的平原面积已经有差不多一半变成了“水泥板”。

二是北京的地貌呈“簸箕形”，西北东三面都是山，只有南面是平

原。空气中的污染物从南而来飘到北京，如果没有大风，就会窝在这不动，这是北京地区雾霾比较严重的原因之一。

三是北京严重缺水。我看了一本北京城市及用水变化的书。春秋战国时期，北京最早的城邑建在现在的西南部，因为要用永定河在莲花池的水。元代，元大都往北移了，因为改用西北部玉泉山的水了。后来乾隆皇帝还给玉泉山题了“天下第一泉”。如今玉泉山也已经没有水了，是20世纪70年代煤矿开发、建工厂把玉泉山的水脉切断了。明清时代，北京城又往南移了，因为玉泉山的水已经不够用了，开始用昌平沙河的水。

新中国成立后，为了解决北京用水问题，在东北部和西北部分别修建了密云水库和官厅水库，容量大体上都是40多亿立方米。但是现在官厅水库所在的永定河没有水了，上游来水少了，水源也被污染，所以官厅水库的水不能喝了。现在北京主要靠密云水库供水。这两个水库很少装满过，因为上游来水减少。南水北调没有进京时，密云水库一般来讲库存只有七八亿立方米。后来采取一些应急工程，从石家庄附近先调水进京救急。密云水库现在库存达到25亿立方米，这是因为南水北调的水输送到密云水库，再加上去年降雨比较多，库存达到了比较高的水平。

北京由于缺水，郊区超采地下水问题严重，形成漏斗区。华北平原14万平方公里有一半是地下漏斗区，是全世界最大的地下漏斗区。除了滥采地下水以外，还有一个原因就是我们修了很多大坝，地表水不能自流了，没法回灌地下水。现在南水北调每年给北京调水10亿立方米，部分用于回灌地下水。但如果北京再要大规模集聚功能，必然集聚人口，这些水够不够用？南水北调进京设计的管线，每年只能给北京补充10亿立方米的水，已经到峰值了。所以，无论从土地开发强度，还是从水资源情况来看，这是提出京津冀协同发展，疏解北京非首都功能的重要依据之一。

对于北京来讲，经济发展是第一位的吗？不是第一位的。第一位的应该是如何解决空气质量问题，解决供水不足问题，也就是说要解决可持续发展问题。所以北京要想高质量发展，第一位的不是增加GDP意义上的经济发展，关键是解决好可持续发展的问题。

第三个例子是深圳。深圳经济发展非常好，特别是创新驱动发展的能力非常强。深圳经济总量超过了香港，环境也比北京好。但深圳也有

自己的问题。深圳的面积是1997平方公里，一半是山地和水，可开发的面积只有1000平方公里多一点，几乎没有什么可以开发的土地了。大家知道深圳房价很高，一家人不吃不喝用25年的收入才可以买一套房子。深圳常住人口有1200万，实际居住人口肯定要大于常住人口。深圳大概有1000多万套（间）房子。按照总人口和总的住宅套（间）数，房子应该够住了。但为什么房价那么高？一个原因是深圳的住房结构决定的，深圳只有16%~17%的房子是商品房，60%多是城中村的租赁房，还有20%多是工厂提供的集体宿舍。如果一个人一生都难以住上功能比较齐备、条件比较好的住房，怎么谈得上人的发展呢？人的发展，首先是衣食住行。党的十九大报告讲“人民美好生活需要日益广泛，不仅对物质文化生活提出了更高要求，而且在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面的要求日益增长”。住房需求是美好生活的基础性需求，如果住房需求难以满足，就谈不上美好生活。深圳本身确实没有地方可开发了，这个矛盾怎么解决？我觉得可以采取集体经营性建设用地入市的办法解决这个矛盾。具体办法我就不详细说了，因为本文不是讲房地产问题。

什么叫空间发展？就是要在一定的空间实现经济发展、人的发展、可持续发展的协调，实现人、经济、生态环境的均衡。在一定尺度的空间单元中，既要有物质财富的增加，也要公平地惠及每个人，还要保障自然的再生能力。

空间发展是生态文明意义上的发展。生态文明是我们正在推进的一项重大任务。生态文明时代是一个新的文明境界和社会形态。过去有农业文明、工业文明，下一步我觉得应该是生态文明。现在所有的国家离生态文明时代还很远，包括中国。工业文明的任务，我们还没有完成。但从现在开始，我们就应该用生态文明的理念和原则来改造提升工业文明。如果完全按照过去的工业文明方式来生产和生活，都想达到美国式的生活，地球资源是不足以支撑所有地球人的生活的。

二、空间均衡

什么是空间均衡？经济、人口、资源环境，必须在一定空间实现空间均衡。

假定一个国家有两个地区，这两个地区自然资源和自然条件是不一

样的，或者地形地貌不一样，所以资源环境承载能力也不一样。假设一个国家有西部和东部两个地区，东部地区的资源环境承载能力高一些在曲线II，西部地区的资源环境承载能力差一些在曲线I（见图5-1）。假设经济的初始状态是东部地区集中全国70%的经济，全国30%的人口；西部地区集中全国70%的人口，全国30%的经济，这就是我们说的东西部地区的经济发展不均衡。我们要采取均衡发展战略，是让各地区的人均GDP更加均衡。

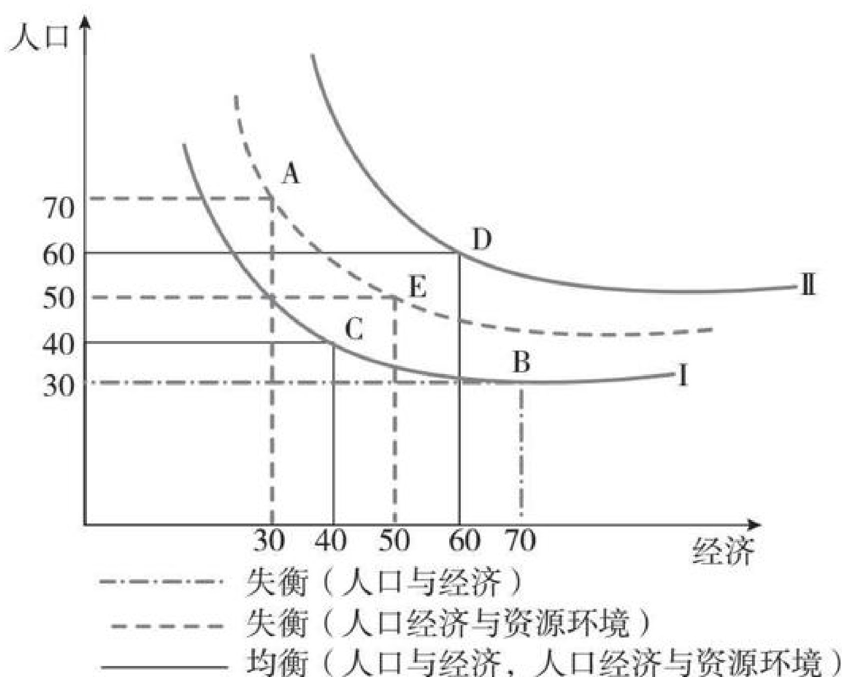


图5-1 空间均衡（失衡）示意图

为了采取一种经济均衡的发展战略，很多国家都在做，我们现在也在做，要让各地区经济更加均衡，就是东西部地区各自集中50%的经济和50%的人口。人均GDP完全一样，经济发展均衡了。但是资源环境的承载能力仍然是失衡的，因为无论是东部地区还是西部地区，都和资源环境承载能力在E点上相接。也就是说东部地区还没有达到自己的资源和环境承载能力，还有潜力集聚经济和人口；而西部地区已经超出自己的资源环境承载能力，会出现过度开发、过度砍伐森林等破坏生态环境的行为。

正确的选择应该是，让东西部地区集聚的经济和人口与各自的资源

环境承载能力相适应。正确的战略应该是，让承载能力相对高的东部地区，集中60%的经济，集中60%的人口，和自己的承载能力相接在B点上。西部地区只能集中40%的经济和40%的人口，有一部分人口要转移到东部地区，集聚的经济和人口占全国的40%。这时经济总量仍然是不均衡的，但我们讲的均衡应该是人均GDP的均衡。这时，东部与西部的人均GDP完全一样，而且各自与各自的承载能力相适应，这时，就实现了空间均衡。

当然这是理论上的抽象假设。实际生活当中，很难把资源环境承载能力那条曲线画出来。谁能承载多少人口跟经济结构有很大关系，一定的开发强度能集中多少人口跟大楼盖的高低有很大关系。从人均GDP角度来讲，失衡主要在于该集中经济的地区集中了经济，但没有集聚相应的人口。美国的三大城市群，日本的三大城市群，集中经济的比例和集中人口的比例基本上差不多。我们的问题是集中了40%经济的三大城市群，集中的人口却只有23%，转移到三大城市群的主要是劳动力，他们需要赡养的父母和需要养育的孩子还在老家，所以地区之间的人均GDP差距大。户籍制度的限制，是导致各地区人均GDP差距大的重要原因。

我们讲西部要开发，中部要崛起，东北要振兴，如果不考虑资源环境承载能力去谈开发、崛起和振兴，都会犯一些错误，给生态环境带来损害。

大家经常讲差距，一般是用基尼系数来衡量。中国的基尼系数很大，第一是城乡差距大，第二是区域差距大，第三是不同群体之间收入差距大。我不讲城乡，就讲区域。基尼系数计算要抽象调动各个地区之间的空间差异，抽象掉了青海和上海之间的海拔，抽象掉了广东和黑龙江的温度，抽象掉了福建和新疆的湿度。如果抽象掉这些高度、温度、湿度种种差异，基尼系数肯定很大。因为各地区的经济总量和人口不一样。青海、西藏的GDP，可能不如东部地区一个市的GDP。可你怎么让青海、西藏增加GDP呢？刚才我讲到玛多县和三江源，青藏高原平均海拔4000米。海拔低一点的河谷地区能长一点青稞，但是能搞什么工业呢？当地几千年形成的生产方式就是放牧。因为高原的四季甚至是昼夜温差导致没办法种庄稼。我曾在玛多县住了两晚，8月8日正是盛夏，但是在玛多县晚上屋里还要生火，睡觉要盖两床被子，再压一个军大衣。那里不仅种不了庄稼，连树也长不出来。

经济理论需要抽象，设定了很多前提条件。如果制定经济政策完全

从教科书出发，不考虑这些实际情况，肯定就要犯错误。实际经济工作中，必须要考虑各地区的空间差异。如果没有空间均衡的理念，就可能对很多生态脆弱地区盲目开发，最后使生态环境遭到破坏。很多地方的生态环境破坏，就是盲目开发的结果。有的地方山上本来绿油油的，但是发现了一点点矿，就把采掘机开上去采矿，结果是山上的植被都被破坏了。挖这点矿值多少钱？破坏的生态要多少年修复？修复要多少钱？

不考虑空间均衡，在开发强度已经很高的地区继续高强度开发，就会带来污染问题。太湖曾经发生过蓝藻事件。据说太湖周边的所有工厂都已经达标排放了，为什么太湖还会出现蓝藻？后来人们才明白，即使都达标排放，但达标排放的水仍是劣五类的，由于太湖的容量有限，那么多劣五类水不断排入湖里，太湖还是会被污染，最后还是要由国家出钱治污。

一些特大城市的资源和环境承载能力减弱以后，如果仍过度集聚功能，就挡不住城市病。城市病就是我们自己造成的。本来就没有那么多土地和水，还要建经济中心、文化中心、交通枢纽、航空枢纽、科研基地、工业基地，所有的事情都聚集于一身，当一个“十全老人”，这是做不到的。当然，有些问题是管理上的问题，有些问题是指导思想的问题，关键就是头脑中有没有空间均衡的概念。

三、承载能力

所谓承载能力，就是要在保持自然健康的基础上。自然也是要健康的。很多地方的自然已经生病了。党的十八大讲的是生态保护修复，因为生态本身更多是靠自然力来修复的，人为的建设可能会带来另外一些问题。过去有一句老话，叫“一方水土养一方人”，那是在农耕时代。按照现在的生活水准，很多地方做不到“一方水土养一方人”，一方水土养不活、养不富，当地人就要到别的地方去了。

资源环境承载能力不是凭空捏造出来的。经济学不讲这个概念，不讲空间差异、空间均衡。但是从历史的角度来看，为什么中国历史上不断出现农民起义？我认为，人类文明进步关键是要处理好两个关系，一个是人与人之间的关系。这个关系处理不好，就会产生阶级矛盾，比如农民失去了土地，他们就要造反。另一个是人与自然的关系。当人与自

然的关系发生重大变化，比如遇到严重的自然灾害，天灾加上人祸，农民就活不下去了，也会揭竿而起。

我看了《崩溃》一书，书中非常详细地介绍了复活节岛的故事。从科学的角度完全可以追溯这个岛过去的自然环境。原来岛上的自然生态环境很好，生产力很发达，所以会有那么多闲暇时间去建造巨石人像。但是由于岛上人与自然的关系没有处理好，为了修这些石像砍掉了很多树，岛上的森林没了，水就没了，水没了，田就没了，田没了，粮也没了，于是人民就活不下去了，一个文明就此衰败消亡了。我们搞不清楚岛上的文明到底能发展到什么程度，有记载表明部落之间在比谁造的石像更大，这就有可能导致部落间人与人关系的冲突，相互之间到底是怎么冲突的不太清楚，没有记载。所以，我觉得人类文明进步与人和自然之间的关系非常重要。现在也是一样，如果我们过度破坏环境、破坏生态，最终人类文明也难以持续。

胡焕庸线是我国地理学家胡焕庸发明的。胡焕庸线以东以南地区，国土面积占全国国土面积的40%，但集中了全国94%的人口。以西以北地区占了60%国土面积，只集中了6%的人口。这就是资源和环境承载能力决定的。黄土高原、青藏高原、西北沙漠地区、内蒙古高原都在这条线上以西以北，所以承载不了那么多人口。一个游牧民族的部落要养活一个人，可能需要占有几十亩草原才行。而农耕文明一亩地可能就可以养一个人。这就是承载能力不同，它是自然存在的。胡焕庸线很早就告诉我们，资源环境承载能力是客观存在的。

相比之下，欧洲绝大多数地区是平原。一个国家的国土面积非常重要，平原面积更重要。中、美、欧总面积差不多，分别约是960万、963万和1000万平方公里。但中国平原面积只有115万平方公里，美国有380万平方公里。美国的地形两边是山，山那边有一些沿海地区，比较平坦，经济和人口主要集中在山地以外的沿太平洋、大西洋地区。美国中部是大平原，而中国西部是高原，东部是平原，并且多数都是冲积平原。冲积平原就是下雨把山土冲到低洼地区积累起来造的地。没有大江大河的造地运动，就没有中华民族，所以长江中下游和华北地区都叫冲积平原。欧洲有600多万平方公里的平原。相比之下中国人均的平原面积只有860平方米。所以我们经常说“一亩三分地”，我们主要的农田、主要的城市、主要的高铁基础设施等基本都在这些面积不大的平原上面。所以我们的国情，除了从农业社会的角度讲是人多地少，从空间的

角度来看，能够适宜人居住的空间也比较小，人均平原面积只相当于欧洲的十分之一，比美国就更少了。

四、生态产品

按照马克思的劳动价值论，被劳动加工过的才能称为产品，自然界存在的、没有被劳动加工的不是产品，自然界的东西也不可能有抽象劳动、具体劳动以及价值和使用价值。但事实上从需求角度来看，人们需要或者每天都离不开的东西包括清新的空气、清洁的水源、优良的环境、宜人的气候等，这些就是生态产品。产品，可以从生产角度定义，也可以从需求角度定义。因为我们需要，所以它就是产品。我们规划了很多生态功能区，比如东北虎国家公园、三江源国家公园，这是保护生态的。它们的发展就是增加生态产品，比如老虎是当地特有的珍稀野生动物，我们可以广义地定义它就是一种生态产品。它不是工业产品，也不是农业产品，而是自然环境产生的。老虎的数量增加了，说明我们的自然生态空间改善了。

生态产品也需要"耕地"，就是生态空间，包括林地、草原、森林、湿地、湖泊、海洋。这些生态空间提供了我们所需要的生态产品。除了绿色生态空间外，荒漠、黄土高原也是生态空间，只是它们不能提供我们所需要的清新空气和清洁水源。

把生态产品定义为产品，就解决了生态功能区发展权的问题。我们经常讲发展权就是人权。有些地方不能让它从事增加GDP意义上的发展，因为这种发展会带来生态系统的破坏。所以我们要告诉它一个理论，生态地区的发展和北京、上海的发展不一样。生态地区不是生产汽车、电视机，生态地区生产的是生态产品，保护了生态，就是在发展，就是在行使发展权。中国现在年均缺水量500亿立方米，从常年平均降雨量来看，并没有大幅度的拐点式变化。原因是多年来我们通过大开发，使生态空间大幅度缩小，自然提供优质生态产品的能力变小了，把湖泊填了种地、盖房子、搞工业，湖泊面积越来越小了。森林是能蓄水的，但是我们把树砍了以后这些功能都没有了，一下雨就造成泥石流，水也存不住了。青藏高原变成"水盆"跟气候有关，那里海拔非常高，气温低，降水主要是以雪的形式存在，到了夏季融化后形成涓涓细流去浇灌草原。

把鄱阳湖唐代初期和20世纪70年代的情况对比看，唐代初期的时候，鄱阳湖的面积要大得多。直到新中国成立之初，鄱阳湖的面积还有5100平方公里左右，但是现在只剩下3000多平方公里，到了枯水季节面积更小。在农村生活过的人都知道，水缸越大装水越多，保障能力越强。农村很多地方都修过水窖，水窖修得越大，下雨积的水越多，对农民的生活生产的保障能力就越强，特别是在北方严重干旱地区，许多地方都修水窖。鄱阳湖就是“水盆”，“水盆”小了，蓄水量自然减少了。

洞庭湖也是一样。大家都知道“八百里洞庭”，但是现在洞庭湖已经从过去的6000平方公里，缩减到目前的2600平方公里。朱镕基前总理曾经在他的书里讲过，鄱阳湖和洞庭湖两大湖，要通过退耕还湖、退耕还林等措施逐步修复，要恢复到新中国成立之初的规模，但是现在远远没有做到。

1999年，延安市率先开始退耕还林。2011年我到延安干部学院学习，突然发现延安早晨有薄薄的雾。我感到很奇怪，后来我让发改委找当地气象局要来资料，原来当地林木比以前多了，湿度变了，雨量增加了，逐步形成了良好的小气候。这说明，只要不再人为破坏，自然会慢慢修复的。

生态产品确定以后，关键是要实现生态产品的价值。习近平总书记讲，绿水青山就是金山银山，我们找到把绿水青山变成金山银山的具体路径，也就是实现生态产品的价值。

一是由中央政府来购买生态产品。现在中央财政一年拿出720亿给重点生态功能区，叫生态补偿。按照我的理论来讲，这不是生态补偿，而是生态产品的交换。一方提供了生态产品，另一方要消费就要拿钱去买，这是平等的。补偿带有由上而下的“施舍”的味道，而交换是平等的。补偿是大家习惯使用的语言，我们的思想观念从补偿转变为交换，还需要时间，所以要把生态产品这个理念落实下去。

二是地区之间的生态产品交换。美国纽约市900万人的饮用水中，90%来源于上游的卡茨基尔河和特拉华河流域。20世纪80年代后期，由于微生物污染严重，纽约市决定购买上游卡茨基尔河和特拉华河流域的生态服务。具体方式是纽约市每年为该流域农场主提供4000万美元，使之采取环境友好的生产方式来改善水质。上游通过减少载畜量，减少放牧量，来保障达到某个标准的水质。这是生态产品交易的一个案例。中

国现在也正在做，其中浙江和安徽在新安江做得比较好。

三是建立初始分配制度。这一条非常重要，但难度很大。十八届五中全会提出，要建立用水权、排污权、用能权、碳排放权初始分配制度。什么叫初始分配制度？中国承诺到碳排放强度的峰值，倒推计算，就能算出一个二氧化碳的峰值，再把总量分配给现有所有的企业和现有14亿人口。如此一来，碳排放指标就变成一个稀缺的东西，只有稀缺才可能进行交易。你想新建一个企业，但你没有二氧化碳排放指标，而有的企业实现了减排，你就可以去买这家企业的碳排放指标。生态地区很少消耗能源，碳排放很低，因为当地没有那么多工厂和汽车，生态地区的碳排放指标就可以卖给城里人，这也是产品交换，这样就解决了生态产品的价值实现问题。如果真能做到，我相信每个人都会在头脑中树立少用高碳产品的意识。如果你想开大马力汽车，那你就得去购买不开车人的碳排放指标，这个办法比硬性的限购汽车更科学。

四是生态产品溢价。这一条也非常重要。如果把一些废弃的矿山、垃圾场、建筑垃圾集散地等，变成生态公园承包给不同的人，再给这些人提出一个具体的政策，允许开发10%。原来这些一文不值的地，生态修复后就很值钱了。成都有一条河叫府南河，原来污染很严重，两岸的地价30万一亩，后来通过环境综合治理，水清了，两岸的地价升到300万一亩，生态产品溢价10倍。北京周边地区去年拆除违建面积62平方公里，相当于北京老城（二环）的面积。我觉得很多地方可以用来修复生态，不能都变成水泥地，有些可以变成森林。恢复生态很费钱，国家也没有那么多钱，但可以把它交给一些民营企业或私人修复，允许企业有一定的开发权，比如说10%、15%，允许搞一些生态旅游休闲项目。这方面浙江等地做得比较好。北京周边最缺的就是旅游休闲地，每逢节假日城里人蜂拥而出，却没什么好地方可去，都往八达岭跑，长城装不下呀！

五、主体功能

各地区的资源环境承载能力、自然资源条件不一样，所以一定的国土空间有不同的主体功能。从提供产品的类型划分，可以分为城市化地区、农产品主产区、生态功能区。城市化地区主要提供工业品和服务产品，农产品主产区主要提供农产品，生态功能区主要提供生态产品。针

对不同地区的主体功能，有些通过优化开发的方式，有些通过重点开发的方式，有些通过限制开发的方式，有些通过禁止开发的方式，逐步实现各自的、不同的主体功能。最近曝光的祁连山生态破坏问题、秦岭别墅问题，都是因为在禁止开发区干了应该禁止的事，违反了自然保护区条例，违背了主体功能定位。

党的十八大以后，主体功能区从过去的规划提升到战略，又从战略提升到制度，就是要求各地按照主体功能区制度去推动发展。

六、空间格局

经过主体功能区的建设以后，我们未来的国土空间要形成“三大战略”格局。

一是“两横三纵”城市化战略格局。“两横”指的是陇海亚欧大陆桥和长江沿线，“三纵”指的是沿海、京广和包昆通道沿线。“两横三纵”城市化战略格局，就是20个左右的城市化地区在“两横三纵”坐标轴上的聚集。包括优化开发的京津冀、长三角、粤港澳大湾区，重点开发的成渝地区、长江中游地区、中原地区，以及山东半岛、辽东半岛、哈长地区、福建沿海、关中平原、北部湾、呼包鄂榆、天山北坡等。

二是“七区二十三带”的农业战略格局。包括东北平原、黄淮海平原、长江流域、汾渭平原、河套灌区、华南、甘肃、新疆等农产品主产区。这些地区是保障农产品供给安全的重点区域，农村居民安居乐业的美好家园，实施乡村振兴战略的主战场。要保护耕地，稳定粮食生产，发展现代农业，增加农民收入。

三是“两屏三带”的生态安全战略格局。包括青藏高原生态屏障、黄土高原-川滇生态屏障两个生态屏障，以及东北森林带、北方防沙带和南方丘陵山地带三个生态安全带。青藏高原生态屏障，要重点保护好多样、独特的生态系统，发挥涵养大江大河水源和调节气候的作用；黄土高原-川滇生态屏障，要重点加强水土流失防治和天然植被保护，发挥保障长江、黄河中下游地区生态安全的作用。东北森林带，要重点保护好森林资源和生物多样性，发挥东北平原生态安全屏障的作用。目前，东北所有的天然林都停止了砍伐，这样才能保护住整个东北平原。现在东北平原生产的粮食越来越多，光是黑龙江提供的粮食就相当于全国总量

的1/10到1/9。过去是南粮北调，现在反过来了，东北变成了我们国家的粮仓。保护好东北森林带就是间接保护国家的粮食安全。北方防沙带，要重点加强防护林建设、草原保护和防风固沙，对暂不具备治理条件的沙化土地实行封禁保护，发挥“三北”地区生态安全屏障的作用。南方丘陵山地带，要重点加强植被修复和水土流失防治，发挥华南和西南地区生态安全屏障的作用。

七、空间结构

刚才讲的是大国土空间，具体到一个县一个市一个区的时候都要分成很细的空间结构。一般来讲，可以分为城市空间、农业空间、生态空间和其他空间。

城市空间包括两类，一个是城市建成区，另一个是独立于城市建成区的工矿区。农业空间有生产空间、生活空间。生态空间包括绿色生态空间和其他生态空间。其他空间包括交通占用的空间，呈现网络化，横纵交错于各类上述三类空间中。还有一些特殊用地，包括国防、宗教用地等。

中国的空间结构存在的问题是“三多三少”。从农业和生态空间的比例来看，生产空间偏多，生态空间偏少。黄土高原本来也有森林，后来把森林砍掉变成耕地，最后耕地也没保住，越破坏越贫穷形成了恶性循环，所以从1999年开始实行退耕还林、退牧还草。

就城市空间来讲，工业生产空间偏多，城市居住空间偏少。我国工矿空间加上开发区（开发区主要是工业为主），一共有5万多平方公里，日本一共只有1600平方公里的工业用地，仅上海、苏州、无锡三个城市的工业用地就比全日本的工业用地还要多。而我们的居住空间偏少，在中、美、日三国的比较中，中国城市居住空间占国土面积的比例最少。高房价最根本的问题是居住用地太少。一个城市也是一样。北京东西城有92.5平方公里，就业用地占了37%，居住用地只有32%，其他还有11%左右是交通，10%左右是绿地。就业用地多于居住用地。再加北京中心城区不允许建高层住宅，而就业用地如长安街两边、CBD（中央商务区）和金融街都是大高楼。人均就业空间很小，可能三五平方米就够了，但居住空间人均就要30多平方米。这就导致东西城就业人口太

多，居住人口相对少，大量的上班族早上进城就业，晚上到城外居住，这是北京交通拥堵的主要原因。城区道路也有不合理的地方，路很宽，但纵横道路很少，路网也不够密，但最主要的原因还是职住分离，就业的地方和居住的地方空间相隔太远。

就城乡之间的生活空间来看，农村居住空间偏多，城市居住空间偏少。农村现在闲置的农村宅基地大概有3000平方公里，相当于所有城市居住用地的总量。农民进到城里来，但他的地和房子进不来，也不能通过买卖转移到城市中来。城市又没有给农村人口准备好相应的居住用地和住房，所以相对于已经进城和未来将会进城的人来讲，事实上中国城市总体的住房是不够用的。但各城市之间又不一样，一二线城市住宅不足，部分三四线城市住房却过剩。

八、开发强度

所谓开发强度，就是建设用地占地域总面积的比例，形象地说，就是水泥面积占国土空间的比例。水泥面积越大，说明这个空间的居住越不舒服，因为它会导致各种问题，比如热岛效应、雾霾等。

德国和荷兰这两个国家的特点是国土几乎都是平原。德国的开发强度只有12%。中国总的开发强度并不高，只有4%。开发强度比较高的在华北平原、黄淮海平原、长三角、珠三角、成渝，其他地方开发强度不高。这也印证了刚才说的胡焕庸线。北京平原地区的开发强度是46%，天津是35%，上海是45%，无锡是32%，深圳是50%，东莞是47%，佛山是40%。日本三大都市圈是16%，法国大巴黎地区1.2万平方公里，比北京面积小，但开发强度却比较低。

九、空间规划

空间规划非常重要。我们很重视每五年做一个经济社会发展规划，其中讲到人怎么生活、社会事业怎么发展、资源环境怎么保护等，涉及可持续发展和人的发展，问题是看怎么落实到一个个具体的空间。在不同的空间干不同的事，干一样的事干的程度也不一样，这就需要做好空间规划。我们过去最缺的就是空间规划。

主体功能区规划已经做了一个顶层设计，但是下面还没有把该做的事情都落到具体空间上。十几年前我到德国斯图加特，他们给我看了一幅斯图加特地区的空间规划图，大概有三四米长、两三米宽，斯图加特地区所有要落到空间上的事统统都标记在图上。哪个地方要建未来的居民点，哪个地方未来要建轨道交通，哪个地方是工业区、农业区、森林，哪个地方是变电站，哪个地方是垃圾厂，哪个地方是污水处理厂，等等，全部在图上清清楚楚地标明了。这个规划很复杂，他们编了好几年，有十几个人监督这个规划的实施，谁也不能违反。我把这种规划叫作“约束社会行为的第二准则”。市场经济是由市场来决定的，你想干什么、生产什么、生产多少、为谁生产是市场决定的。但在什么空间发展，这是政府要管的，因为你的行为涉及了公众利益。比如你不能在自然保护区，不能在景观河道搞项目，因为这些都是生态环境和公共产品。空间发展是国家应该管的大事，过去政府带着招商引资对象和企业老板到处看，看好哪个地方就签协议，这是不行的。现在的国土开发我觉得有点乱七八糟，到处都有树，到处都有林，到处都有开发区，到处都有房地产，到处建工厂办企业，但功能健全吗？没有学校，没有幼儿园，人们只好在城里买房子送孩子上学。过去没有空间规划，谁想怎么搞就怎么搞。北京平原面积46%的开发强度，不是城市问题而是城市周边农村的问题。五环内是北京的主要人口集聚地，只有700多平方公里。刚才说北京的开发面积大概接近3000多平方公里，主要是在五环六环以外的地区，因为那里没有空间规划来约束。

十、空间治理

党的十八届三中全会提出的全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。现在，国家治理主要是纵向的一条线一条线的治理，如金融、财政、生态环境、自然资源、城乡建设，每个部门都有指标，有不同的任务。层层下达最后集中到一个县一个镇，头上就有无数个帽子、无数个大山在压着。基层没有办法在自己的空间范围内，统筹考虑人口经济环境，以及其他各种各样的工作。

现代化治理体系除了纵向治理以外，一定要给下面一定的权力，在特定的一个空间单元，统筹各个纵向的要求。这个空间单元可大可小。比如说我们要推进长三角一体化，就必须要有一个长三角一体化的管理

机构来统筹长三角的一体化发展。空间治理有些是需要突破行政区的，如果都还是按照行政区划去统筹，是难以统筹好的。长三角地区不算安徽大概是1.2万平方公里，要把这个次区域作为一个治理空间，统筹协调好经济社会发展，基础设施包括高速公路、人口、就业、学校、医院建设。现在一些道路标准都不一样，这边修6条道，那边修4条道，无法对接。这些问题，必须要从空间一体化的角度采取空间治理的方式解决。

十八届五中全会提出，以市县级行政区为单元，建立由空间规划、用途管制、领导干部自然资源资产离任审计、差异化绩效考核等构成的空间治理体系。空间治理目前也在做一些基础性工作，比如正在试点编制自然资源资产负债表。一个空间单元仅有经济发展不行，若经济发展很好，但把生态破坏了，把树砍光了，把水污染了，自然资源成了负值，就要追究责任。空间治理的基础工作之一是编制自然资源资产负债表，就像衡量GDP一样，你上任的时候有多少山多少水，自然环境是什么样的，当你走的时候又是什么样，通过自然资源资产负债表一目了然。自然资源审计就是做这件事。同时，上级政府要有差异化考核，不能完全都一个样。

我要介绍的十个概念就是这些，主要是希望大家树立空间意识和理念，帮助我们在解决现实经济问题中找到不同的思路。

---

[1] 作者于2019年3月28日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。

把中等收入群体倍增作为一个大战略[1]

王一鸣

论坛成员、国务院发展研究中心副主任

今天，我要讨论的是“中等收入群体倍增”问题。我想首先讲一下提出这一问题的背景；然后依次讨论中等收入群体的界定和主要特征，制约中等收入群体倍增的主要因素，以及提出要把中等收入群体倍增上升为国家战略；最后具体阐释实现中等收入群体倍增的主要路径和政策建议。

一、问题的提出

当前和今后一个时期，我国将在决胜全面建成小康社会的基础上，开启全面建设社会主义现代化国家新征程。在2020年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番的基础上，再用15年时间，也就是到2035年我国基本实现社会主义现代化时，使我国中等收入群体规模翻一番，这具有十分重大的战略意义。

从世界范围看，在经济全球化深度调整、新一轮科技革命加速兴起的背景下，发达国家出现了“中等收入群体萎缩”的现象。全球化加快发达国家产业外移，大量技术工人向下滑入低端行业；新一轮以智能化为主要特征的科技革命和产业变革，与以往科技革命主要替代体力劳动不同，对脑力劳动和程序化工作的替代加快，由此导致中产阶级的扩张放慢，财富向少数人集中态势加剧，收入差距进一步扩大。贫富两极分化使发达国家中保护主义和民粹主义迅速滋生，“反全球化”“逆全球化”思潮泛起。今后15年我国实现中等收入群体倍增，不仅有利于推动全球化新一轮发展，而且将增强中国特色社会主义在全球的影响力和感召力。

从国内看，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。收入分配失衡、中低收入群体收入增速偏低是这一矛盾的具体体现。近年来，我国居民人均可支配收入中位数增速连续低于平均增速，如果“十四五”时期（2020—2025年）

不能扭转这种态势，那么基尼系数高于国际警戒水平0.4的持续时间将超过20年。实施中等收入群体倍增战略，促进居民收入增长与经济增长保持同步，合理调整政府、企业、居民的收入分配关系，完善初次分配和再分配制度，有利于形成以中等收入群体为主体带动消费升级的强大力量，推动经济高质量发展，加快社会主义现代化建设，而且对落实以人民为中心的发展思想，使广大人民群众共享改革发展成果，走向共同富裕也有十分重要的意义。

近年来，国内陆续有学者（迟福林和刘世锦）提出实施中等收入群体倍增计划或倍增战略，但对中等收入群体的界定、规模缺乏共识，对中等收入群体倍增需要满足的条件、面临的制约因素，以及对经济社会发展的全局性影响还缺乏系统论证。本文力求对这些问题进行进一步讨论，并提出在“十四五”乃至更长一个时期，把实施中等收入群体倍增作为国家发展战略，在经济社会发展中发挥全局性、战略性引领作用。

二、我国中等收入群体的界定和主要特征

中等收入群体通常是指一个经济体中收入达到中等水平、生活较为宽裕的群体。这个群体通常具有较为稳定的收入，较强的消费能力，受过良好的教育，主要从事专业性和技术性较强的工作。中等收入群体，是经济社会发展的中坚力量，是支撑高质量发展的人力资本基础，是释放消费红利的主力军，是构筑“橄榄型”社会结构的基础。

（一）中等收入群体的界定

虽然不同机构对中等收入群体在概念上有着大致相同的认识，但在具体界定上仍缺乏统一衡量标准，有的基于消费和财富标准，有的基于绝对收入或相对收入标准，有的将绝对收入和相对收入标准结合起来，因而对中等收入群体规模和占比的测算往往存在很大差异。根据已有文献，在对2012年我国中等收入群体占比的估算中，高的达到54%，低的仅为7.7%。差异如此大，显然，如果没有统一衡量标准，就难以在政策操作上有的放矢。

国际上对中等收入群体的界定，用得比较多的是世界银行“家庭人均每天支出10～100美元”的标准。但采用这一标准缺乏连续的统计数据，

不便于进行不同时期、不同国家之间的比较，加之不同国家和地区的消费有文化差异，基于消费支出定义中等收入群体，难以真实反映中等收入群体规模，而且用绝对标准衡量中等收入群体也难以反映中等收入群体的动态变化。

本文以家庭人均可支配收入为基础数据，采用绝对和相对标准相结合的方式来定义中等收入群体。将2018年欧盟统计局公布的18个欧盟成员国收入中位数的70%~200%，作为定义我国中等收入群体的上下限（人均可支配年收入为1.69万~4.83万美元）（见表5-1）。2018年我国中等收入群体总人数约为3.3亿人，占总人口的23.6%。如果到2035年实现倍增，就可以使我国中等收入群体达到6.6亿人，占总人口的比重接近50%，这样我国就可以初步形成以中等收入群体为主体的“橄榄型”社会结构。

表5-1 定义中国中等收入群体的标准

	日均收入		月均收入		年均收入	
	美元	人民币	美元	人民币	美元	人民币
18 个欧盟成员国收入中位数	66	255	2 011	7 762	24 136	93 145
下限：18 个欧盟成员国收入中位数的 70%	46	179	1 408	5 433	16 895	65 202
上限：18 个欧盟成员国收入中位数的 200%	132	510	4 023	15 524	48 272	186 290

以同样的标准进行国际比较，发达国家中等收入群体比重都超过50%，北欧国家则超过三分之二，表现出明显的“橄榄型”社会结构特征；发展中国家的中等收入群体比重在30%以下，低收入群体比重超过四分之三，表现出明显的“金字塔型”社会结构特征。我国同样表现出明显的发展中国家特征。

（二）中等收入群体的主要特征

总体上看，我国中等收入群体成长快，但比重小，行业和地区分布不均，消费潜力大，消费结构正在向高端化、多样化、服务化升级。

第一，从总体上看，中等收入群体成长快，但比重仍偏低，多为刚迈过中等收入下限的群体。

改革开放以来，我国经济快速发展，2018年人均国民收入已超过9000美元。按照世界银行的标准，我国已步入中等偏上收入国家行列。随着经济发展和居民收入水平的提高，我国中等收入群体规模也在迅速扩大。按照报告样板数据，2000年我国中等收入群体接近300万人，此后加快增长，2010年突破1.6亿人，2018年达到3.3亿人，占总人口的比重上升到23.6%。从国际比较看，我国中等收入群体占比仍明显低于发达国家水平，具有发展中国家的特征，社会结构仍呈现“金字塔型”。与发达国家相比，我国中等收入群体大部分是刚迈过中等收入下限的群体，层次相对偏低。

第二，从行业看，金融、教育、科研等服务部门中等收入群体比重相对较高，而制造业和批发零售业中等收入群体绝对规模最大。

在行业分布上，中等收入群体主要集中在技术和知识密集型行业。中等收入群体比重较高的行业主要是金融、教育、公共管理、科技研发、医疗、文化、体育、信息技术、租赁和商务服务等行业，其中金融、教育、公共管理等行业从业人员有40%～50%都为中等收入群体。批发零售业、制造业就业容量大，中等收入群体绝对规模大，占全国中等收入群体的比重接近三分之一，但占本行业就业人员比重仅分别为19.5%和12.8%。随着“机器替代人”的趋势不断强化，制造业和批发零售业中等收入群体受到的冲击明显增大。从细分行业看，带有自然垄断属性的行业，中等收入群体比重较高，竞争充分的行业相对较低。

第三，从城乡看，中等收入群体以城市居民为主。

我国中等收入群体中，城市居民接近75%，农村居民略高于21%，农民工约为4%。城市居民中的中等收入群体占比明显高于农村居民和流动人口。从新获得城市户籍的人口看，稳定就业或接受城市教育者，成为中等收入者的机会与城市居民大体相当，而因土地征用才拥有城市户籍的人口，由于缺乏稳定的收入来源和人力资本积累，成为中等收入者的比例与农民工大体相当。图5-2表示了不同类别城市的低收入、中等收入、高收入群体比例的比较。



图5-2 不同类别城市的低收入、中等收入、高收入群体比例

第四，从区域看，中等收入群体主要集中在东部地区。

我国中等收入群体中有61.8%集中在东部地区，中部和西部地区分布仅占全国的15.6%和22.6%（见图5-3）。中等收入群体区域分布与经济发展水平大体一致。从中等收入群体占本区域人口的比重看，东部地区人口中35.1%为中等收入者，而中部和西部地区这一比重分别仅为11.8%和19.7%（见图5-4）。2018年，我国人均GDP高于全国平均水平的10个省区市中有9个为东部省区市（上海、北京、天津、江苏、广东、福建、辽宁、山东、内蒙古）。

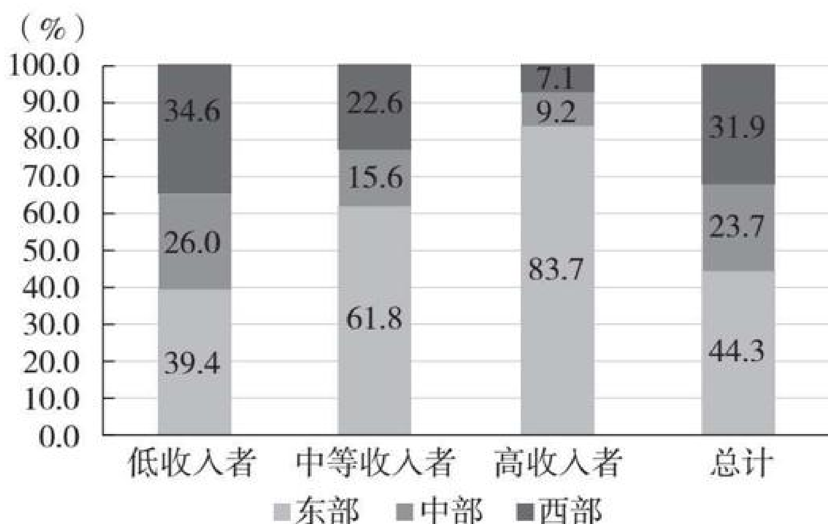


图5-3 中等收入群体在东中西部地区的分布情况

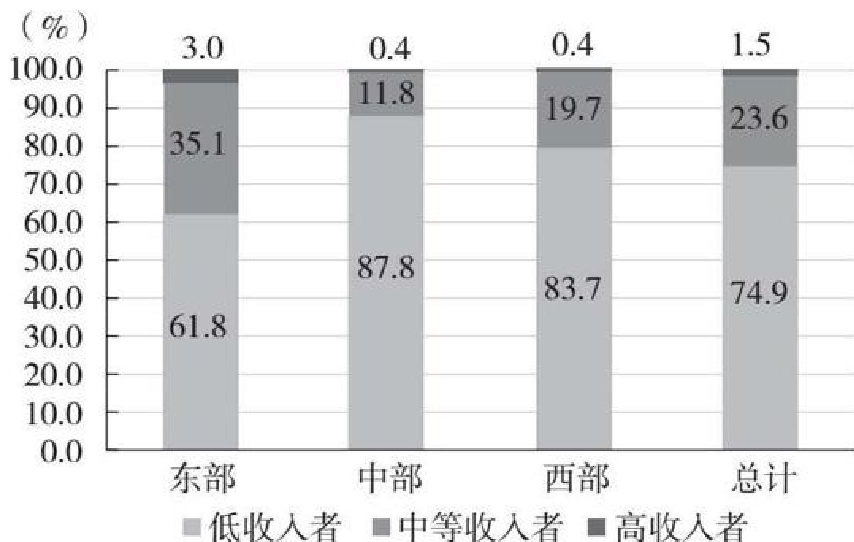


图5-4 东中西部地区分别拥有的中等收入群体比重

第五，从教育看，进入中等收入群体的概率与受教育程度正相关。

受教育水平是进入中等收入群体的重要因素。如图5-5所示，研究生及以上学历的中等收入者的比重为73.8%，比本科学历高7.9个百分点；本科学历的中等收入者的比重为65.9%，比大专学历高出14.5个百分点；大专学历的中等收入者的比重为51.4%，比职高、技校、中专学历者高13个百分点。而初中及以下学历者的中等收入群体的比重远低于全国平均水平。

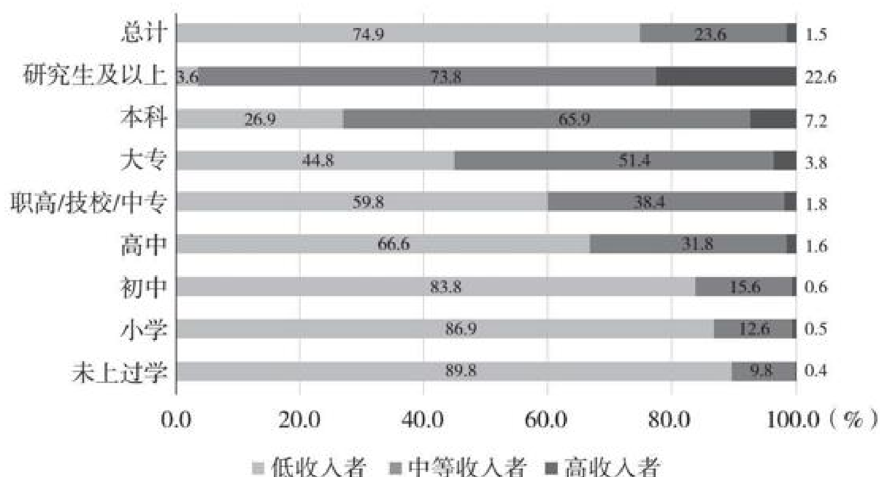


图5-5 不同教育水平中等收入群体比重

第六，从收入看，中等收入群体财产性收入比重呈上升趋势。

我国中等收入群体主要是工薪阶层，收入来源以所从事职业或兼职取得的劳动报酬为主，但不动产、有价证券在收入中的占比不断提高。由于财产性收入有累积循环效应，中等收入群体对财产性收入依赖程度呈上升趋势。

第七，从消费看，中等收入群体更加追求消费品质，享受型消费比重更高。

中等收入群体恩格尔系数比全国平均水平要低，服务消费特征更明显，享受型消费比重更高，更加追求个性化和品质消费，对商品和服务的品质、质量和消费体验有更高要求，对新兴科技产品、高档消费品的需求增长更快。随着互联网的新业态、新模式不断涌现，中等收入群体的消费不断细分，零散小众的长尾需求逐渐获得满足，消费潜力进一步释放。

三、中等收入群体倍增面临的主要制约因素

与2010—2020年实现城乡居民收入翻一番相比，今后15年要实现中等收入群体倍增，不仅面临的内外环境发生明显变化，而且随着我国经济进入新的发展阶段，面临的制约因素也更多、更复杂。

（一）中等收入群体倍增的两个基本条件

实现中等收入群体倍增目标，要满足两个基本条件。一是居民收入要保持与经济大体相同的增速，而且经济要保持中速增长；二是有效调整收入分配结构。要满足第一个条件，必须推动经济转入高质量发展轨道，切实提高劳动生产率和全要素生产率。要满足第二个条件，必须深化收入分配体制改革，推进形成更加普惠包容的发展方式。

第一个条件，居民收入稳定增长。

近年来，随着我国经济快速发展，城乡居民的收入实现快速增长。2004—2014年，我国城乡居民收入基本保持在两位数以上的高速增长，年均增长率超过10%。2014年以来，随着我国经济发展进入新常

态，城乡居民收入年均增速有所下降，但仍保持与经济大体相同的增速。根据我们课题组的研究和测算，2002—2007年我国中等收入群体比重的提高约90%源于居民收入增长，约10%源于收入分配的改善；2007—2013年，约87%源于居民收入增长，约13%源于收入分配的改善。可见，受经济增长影响的居民收入增长，是我国中等收入群体持续增长的重要条件。

根据初步测算，如果今后15年居民收入实现中速增长，即“十四五”时期居民收入年均增长6%，“十五五”时期（2025—2030年）年均增长5%，“十六五”时期（2030—2035年）年均增长4%，则即使收入分配格局不变，也可以在2035年达到中等收入群体倍增目标，但若在居民收入低速增长情景下，即“十四五”时期居民收入年均增长5%，“十五五”时期年均增长5%，“十六五”时期年均增长4%，则只有收入分配得到明显改善，才可能在2035年达到中等收入群体倍增目标。考虑到人口增长因素，如果居民收入增长与经济增长大体同步，经济增速还需略高于居民收入增速。显然，如果不调整收入分配，要到2035年达到中等收入群体倍增是有难度的。

第二个条件，改善收入分配结构。

近年来，我国中等收入群体规模逐渐增加，但低收入群体仍占绝大多数，收入分布结构“金字塔型”的特征明显，离发达国家以中等收入群体为主的“橄榄型”收入结构还有很大差距。21世纪以来，虽然我国收入差距以2008年为分界点出现先上升后下降的趋势，但一直都在高位徘徊，基尼系数始终处在0.4～0.5。2008年之后，我国收入差距出现了下降势头，但2016年又开始出现反弹，2017年攀升至0.467。如果考虑财富的因素，收入差距会更大，而且财产收入差距对总体收入不平等的贡献在持续增加。我国收入差距已较长时期处于高位，如果“十四五”时期不能扭转这种态势，那么基尼系数高于国际警戒水平0.4的持续时间将超过20年。

今后一个时期，我国收入差距不会随经济增长自发缩小。这是因为导致收入差距扩大的体制性因素仍然存在，城乡二元体制尚未根本改变，垄断行业改革有待深化，社会保障体制有待完善。特别是随着房地产价格大幅攀升的窗口期基本结束，住房的财富效应逐步消失，既有的财富占有格局有可能被“锁定”。同时，人工智能广泛使用，加快了机器人对中低端和程序化就业岗位的替代，也有可能成为拉大收入差距的重

要因素。

（二）情景分析

假设人均可支配收入与人均GDP增速相同，我们可设置两种增长情景。

中速增长情景：人均可支配收入增速在2018—2025年为6%，2025—2030年为5%，2030—2035年为4%。

低速增长情景：人均可支配收入增速在2018—2025年为5%，2025—2030年为4%，2030—2035年为3%。

在中速增长和低速增长两种情景下，我们又设置四种收入分配情形。

1.收入分配不变情形：所有人收入增速大体相同。

2.收入分配改善情形：低收入群体收入增长更快。

3.收入分配恶化情形：高收入群体收入增长更快。

4.收入分配优化情形：中等收入群体收入增速更快。

在中速增长下有四种情形（见图5-6），即情形1（中速增长，所有人收入增速大体相同）、情形2（中速增长，低收入群体收入增长更快）、情形3（中速增长，高收入群体收入增长更快）、情形4（中速增长，中等收入群体收入增速更快）。

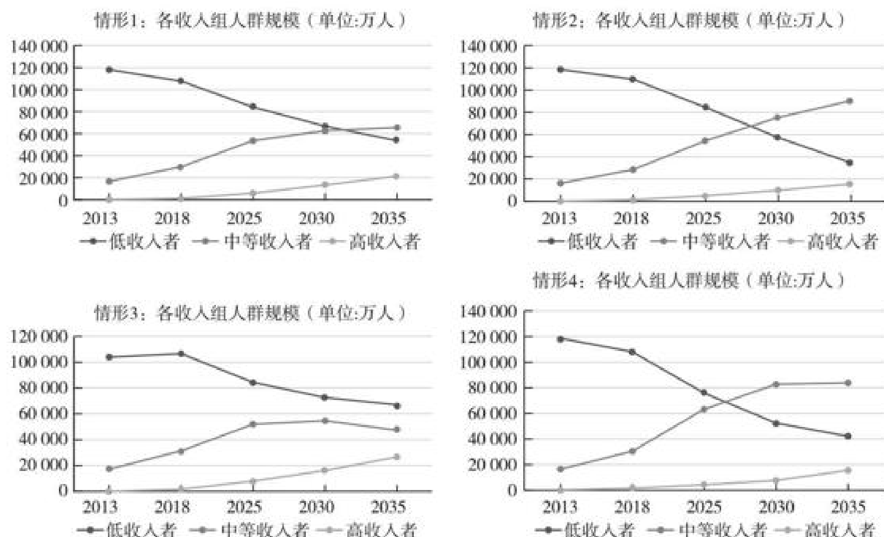


图5-6 中速增长下的四种情形

在低速增长下也有四种情形（见图5-7），即情形5（低速增长，所有人收入增速大体相同）、情形6（低速增长，低收入群体收入增长更快）、情形7（低速增长，高收入群体收入增长更快）、情形8（低速增长，中等收入群体收入增长更快）。

从以上情形可以得到以下基本判断。

第一，在中速增长条件下，收入分配不变（情形1），收入分配改善（情形2），收入分配优化（情形4），都可以达到中等收入群体倍增目标，收入分配恶化（情形3）则难以达到倍增目标。

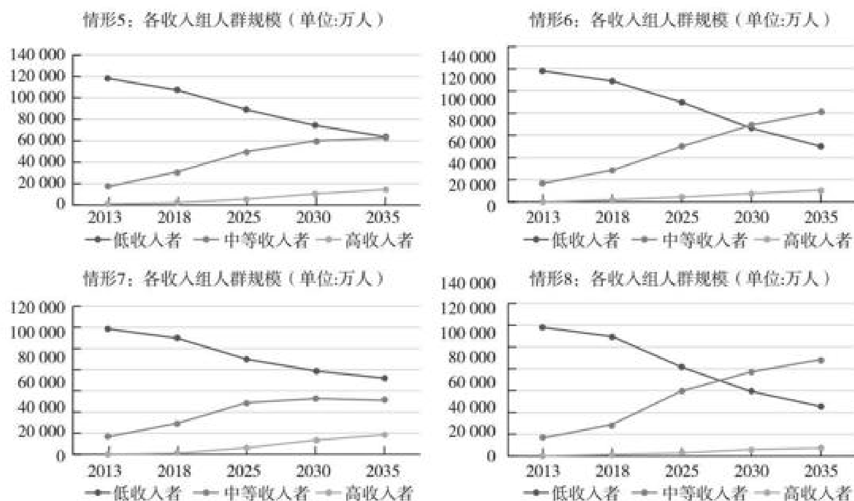


图5-7 低速增长下的四种情形

第二，在低速增长条件下，只有收入分配改善（情形6），收入分配优化（情形8）才能实现中等收入群体倍增目标，收入分配不变（情形5）和收入分配恶化（情形7）都难以达到倍增目标。

第三，在收入分配难以改善或优化的情况下，要实现中等收入群体倍增目标，就要力求保持居民收入实现中速增长。

（三）制约中等收入群体倍增的主要因素

到2035年实现中等收入群体倍增，制约因素主要包括对居民收入增长有重要影响的经济增速，对低收入者进入中等收入群体有重要影响的体制性、政策性因素，包括农业人口转移、劳动力市场、社会保障体制、公共服务均等化和社会政策等。

1.经济增长速度

今后一个时期，我国经济潜在增长水平将延续下降趋势。我们运用中国经济可计算一般均衡模型对中国经济潜在增长速度进行测算，“十四五”时期中国经济潜在增速将下降至5.5%左右，2026—2035年将下降至4.5%左右。

从供给看，劳动和资本要素投入对经济增长的拉动作用进一步减弱，人口总量增速放缓和人口老龄化加快导致劳动力供给总量加速下

降，劳动对经济增长的贡献逐步减弱，进而转变为负。储蓄率下降导致资本积累水平下降，资本形成对经济增长的贡献有所减小。随着我国与发达国家和国际前沿技术的差距缩小，技术进步速度将有所放缓，但由于其他要素增速下降幅度更大，其对经济增长的贡献将相对上升，预计到“十四五”时期末将上升到45%左右，到2035年将达到50%左右。

从需求看，投资率下降、消费率上升趋势会延续，净出口低速增长成为常态。钢铁、水泥等传统制造业进入平台期，投资扩张明显放缓，房地产市场趋于平衡和大型基础设施投资空间收窄等将使投资需求增长趋缓。国内消费在经历了增速逐年下降之后，将进入中速增长平台期。净出口因贸易环境的变化，面临越来越大的不确定性。总体上看，今后一个时期支撑经济增长的需求动力也在减弱。

2.经济发展方式

长期以来依靠粗放型投入和要素驱动的传统发展方式，在推动我国经济快速增长的同时也带来了诸多矛盾和问题，重投资轻消费、重生产轻生活、重物质资本轻人力资本，导致劳动收入相对于资本报酬偏低。与此同时，初次收入分配中劳动者份额仍然偏低。2018年我国人均GDP达到64644元，但居民可支配收入仅为28228元。近年来，随着我国农村劳动力转移跨过刘易斯拐点，劳动年龄人口数量减少，劳动力供求关系发生转折性变化，初次分配中的劳动者份额有所提高，但仍处于较低水平。

3.人力资本条件

高质量人力资本比重偏低。虽然我国高等教育招生规模逐年扩大，现在每年已超过800万人，但由于人口基数大，总人口中接受过高等教育的比重仍然偏低。2018年我国具有大专及以上学历人口比重仅为13%，仍明显低于经济合作与发展组织成员国的平均水平。

4.农业人口转移

当前我国户籍人口城镇化率远低于常住人口城镇化率。2018年常住人口城镇化率为59.6%，户籍人口城镇化率为43.4%，相差16.2个百分点。农业转移人口市民化进程仍然缓慢，在城市内部形成了新的二元结

构。“只要你来打工，不要你来落户”，导致农民工群体不能获得与户籍人口相应的教育和就业机会以及均等化的公共服务，从而抑制了这一群体的收入和财富积累。与此同时，这种体制也造成机会不均等的代际传递，带来农二代、留守儿童等一系列社会问题，使低收入群体进入中等收入群体的难度增大。

5.劳动力市场

我国劳动力市场不完善，劳动力在城乡、区域、行业、企业（国有企业和其他企业）之间流动还存在隐性障碍，劳动者也难以完全通过劳动力市场流动到工资回报与自身能力相匹配的岗位上。户籍、所在行业和单位等因素都会对劳动者报酬产生重要影响。劳动力流动的体制障碍，不仅扭曲了人力资源配置，而且严重抑制了劳动者对人力资本投资的积极性。

6.劳动生产率

低附加值劳动密集型产业比重大，知识和技术密集型产业比重不高，生产活动以价值链中低端为主，劳动生产率偏低，限制了工资水平的提升。企业过度依靠生产要素的投入，加之知识产权保护不力，影响企业增加研发投入的积极性，劳动生产率提升和技术进步缓慢，影响职工工资的稳定增长，也影响中等收入群体的扩大。

7.社会政策

我国绝大多数公共服务实行属地化提供，统筹范围小、层次低，呈现出明显的碎片化特征，不同区域间公共服务和福利水平差异过大。碎片化的公共服务对劳动力流动和优化配置造成明显阻碍，影响了中等收入群体规模扩大。再分配调节政策效果不理想，部分领域甚至还存在“逆向转移支付”问题。

四、把中等收入群体倍增上升为国家战略

“十四五”时期，我国将在全面建成小康社会的基础上，开启全面建设社会主义现代化国家的新征程。中等收入群体倍增，关系到我国社会

主要矛盾转化后，能否满足人民群众日益增长的美好生活需要；关系到能否把以人民为中心的发展思想落到实处，使广大人民群众共享改革发展成果，在走向共同富裕的道路上迈出坚实步伐。“十四五”乃至更长一个时期，我们要把实施中等收入群体倍增战略上升为国家战略，在经济社会发展中发挥其全局性、战略性引领作用。

（一）中等收入群体倍增战略具有全局性引领作用

实施中等收入群体倍增战略，对于推动经济高质量发展、形成强大国内市场、建设现代化经济体系具有全局性引领作用。

1.实施中等收入群体倍增战略是推动高质量发展的有效途径

高质量发展从宏观意义上讲，就是提高全要素生产率。随着近年来我国劳动年龄人口逐年减少，土地、资源供需形势变化，生态环境硬约束强化，依靠生产要素大规模高强度投入的“要素驱动”模式已难以为继。因此，提高全要素生产率，实现从高速增长向高效增长的跃升，应是转向高质量发展的主旋律。

从国际对比看，我国全要素生产率水平与世界主要发达国家仍有较大差距。根据宾夕法尼亚大学佩恩表（PWT）最新版，即9.0版的数据，2014年我国全要素生产率只相当于美国43%的水平。日本在1980年基本完成工业化和经济增速“下台阶”的阶段，全要素生产率达到美国的81%。韩国1991年进入这个发展阶段，全要素生产率达到美国的60%。81%和60%分别为日本和韩国追赶美国全要素生产率的峰值或阶段性峰值，此后日本的追赶停滞且后退了，韩国的追赶也基本停滞了。

中国在2035年要达到韩国的水平，即达到美国的60%左右。如果将美国2015—2035年全要素生产率年均增速分别设定为0.76%（2000—2014年美国全要素生产率年均增速）和1%，则这一时期中国全要素生产率年均增速要达到2.5%~2.7%，2035年中国全要素生产率才能达到略高于美国60%的水平。

目前我国GDP增速略高于6%，全要素生产率增速尚不到2%。如果GDP增速在未来十年进一步下降至5.5%左右，那么要实现2.7%的全要素生产率年均增速并非易事。从国际经验看，中等收入群体占比与全要素生产率水平呈现正相关关系（见图5-8）。因此，实施中等收入群体倍

增战略，提高中等收入群体比重，对于提高全要素生产率，进而实现经济高质量发展有重要意义。

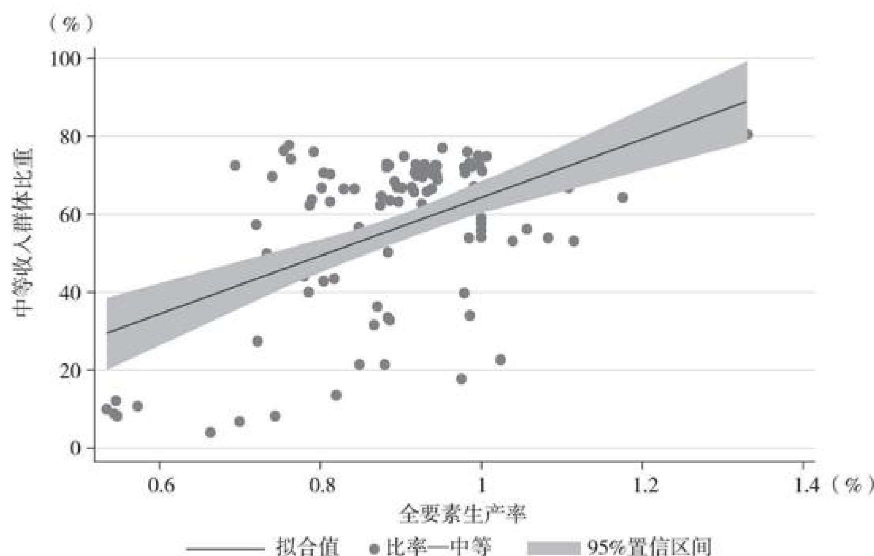


图5-8 中等收入群体比重和全要素生产率呈现正相关关系

2.实施中等收入群体倍增战略是建设强大国内市场的内在要求

建设强大国内市场是我国应对内外环境复杂变化的战略选择。实施中等收入群体倍增战略，有利于释放居民消费潜力，扩大国内市场规模，推动我国消费结构加快向高端化、多样化、个性化方向升级，引领供给侧结构性调整和产业价值链水平提升，进而增加我国经济的韧性和回旋空间。

3.实施中等收入群体倍增战略是建设现代化经济体系的重要内容

建设现代化经济体系，关键是实现创新驱动发展，推动质量变革、效率变革、动力变革，培育更多具有自主知识产权和核心竞争力的创新型企业，塑造更多依靠创新驱动，更多发挥先发优势的引领型发展，从而为转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力提供战略支撑。实施中等收入群体倍增战略，加大人力资本投资，建设宏大的知识型、技术型、创新型劳动者大军，建立稳定的高素质企业家队伍，培养造就一大批具有国际水平的战略科技人才、科技领军人才、青年科技人才和高水平创新团队，使各类人才的创新智慧和潜能竞相迸发，将为现代化经济体系建设打下坚实基础。

（二）实施中等收入群体倍增战略的基本思路

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持以人民为中心的发展思想，以促进低收入者进入中等收入群体为主战场，以推进城市化特别是城市群发展为主动力，以提高人力资本和全要素生产率为主攻方向，以深化改革和破除体制机制障碍为主要途径，不断扩大中等收入群体，力争到2035年中等收入群体达到6.6亿人左右，中等收入者比重接近50%，成为支撑我国基本实现现代化的中坚力量，并为实现第二个百年目标奠定坚实的基础。

1.以促进低收入者进入中等收入群体为主战场

目前，我国仍有10亿人处于中等收入门槛之下。扩大中等收入群体规模，实现中等收入群体倍增，最有效的途径是促进低收入者，特别是临近中等收入门槛的低收入者顺利进入中等收入群体。稳定就业和提升就业质量是促进低收入群体稳定增收、进入中等收入群体的关键。要在劳动力市场改革、技能培训、公共服务和社会保障等方面进行针对性改革，创造条件让更多低收入者进入中等收入行列。

2.以推进城市化特别是城市群发展为主动力

城市化是培育扩大中等收入群体的基本途径。要进一步发挥城镇化促进劳动力社会性流动的作用，全面落实支持农业转移人口市民化的政策。积极发展城市群和大都市圈，强化城市群内部和城市群之间的快速高效连接，以中心城市和城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展格局，拓宽吸纳农业转移人口空间。

3.以提高人力资本和全要素生产率为主攻方向

人力资本条件和水平是支撑工资水平提升的基础。只有着力提升人力资本和全要素生产率，才能实现经济增长、中等收入群体壮大和收入分配格局改善相互促进的良性循环，这也是推动我国经济高质量发展和建设现代化经济体系的内在要求。

4.以深化改革和破除体制机制障碍为主要途径

要深化改革，破除妨碍社会性流动的体制机制弊端，畅通横向流动桥梁、纵向发展阶梯，激发全社会创新创业创造活力，使人人都有通过辛勤劳动实现自身发展的机会，构建合理、公正、畅通、有序的社会性流动格局。

五、中等收入群体倍增的主要路径和政策建议

中等收入群体倍增，需要采取综合性举措。今后一个时期，应聚焦重点人群和突出问题，采取有针对性的措施。

（一）以深化户籍制度改革和基本公共服务均等化为重点，打通农业转移人口市民化的通道

促进农业转移人口在城市稳定就业和享有均等化基本公共服务，可以大幅提升农业转移人口进入中等收入群体的概率。要进一步推进户籍制度改革，全面取消城区常住人口300万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口300万至500万的大城市落户条件。完善城区常住人口500万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例。对暂不具备落户条件的农民工，依托居住证制度梯度赋权，依据居住证连续持有时间，逐步扩大公共服务项目。推进基本公共服务均等化，常住人口享有与户籍人口同等的教育、就业创业、社会保险、医疗卫生等基本公共服务。将符合条件的农民工纳入城镇住房保障范围。对于在城市稳定就业达到一定年限的农民工，在保障性住房上给予市民待遇。鼓励建设适合农民工租赁的租赁房，并将公积金制度覆盖范围逐步扩大到在城市中有固定职业的农民工群体。

（二）以推进教育优先发展和保障教育公平为重点，提升低收入群体进入中等收入群体的能力

发展教育和保障教育公平是促进低收入者进入中等收入群体最直接和有效的途径。要继续推进城乡义务教育一体化发展，实现县域内校舍建设、师资配备、学生均公用经费基准定额等标准统一。落实国家贫困学生资助政策，保障家庭经济困难学生、残疾学生等的受教育权利。健全以居住证为主要依据的随迁子女义务教育入学政策，确保居住证持有

人在居住地依法享受义务教育。继续实施支援中西部地区招生协作计划、重点高校招收农村和贫困地区学生专项计划，增加农村地区、贫困地区、贫困家庭学生上大学的机会和接受优质高等教育的机会。通过工资制度改革鼓励教师均衡流动，缩小重点学校、名校与普通学校之间的差距。

（三）以职业技能培训和提高技术工人待遇为重点，拓展产业工人进入中等收入群体的空间

职业技能培训和提高技术工人待遇是产业工人进入中等收入群体的重要渠道。要促进校企深度合作，切实提升职业教育质量，让职业院校的专业设置、师资队伍、教学方式与现代制造业的生产实践相对接，培养出技能精湛且能够满足现实需求的技术工人。提高技术工人的福利待遇和社会地位，让技术工人能够通过自身的人力资本获得体面的薪酬待遇。破除身份差别，让技术工人能够享受同等的职业发展权利和职业发展机会。推进职业资格与职称、职业技能等级制度有效衔接，推动实现技能等级与管理、技术岗位序列相互比照。鼓励用人单位建立首席技师、特级技师等岗位，建立技能人才聘期制和积分晋级制度。支持用人单位打破学历、资历等限制，将工资分配、薪酬增长与岗位价值、技能素质、实际贡献、创新成果等因素挂钩。

（四）以促进科技成果转化和完善激励机制为重点，提高科技人员进入中等收入群体比重

促进科技成果转化和完善激励机制，提高科技人员职务成果转化收益分享比例，是有效扩大和巩固中等收入群体的重要途径。要落实已出台的科技成果转化激励机制，实行以增加知识价值为导向的分配政策，加强对职务科技成果的产权激励，支持科技人员兼职或者离岗创业从事科技成果转化活动。研究制定科技人员获得的职务科技成果转化现金奖励计入当年本单位绩效工资总量，但不受总量限制且不纳入总量基数的具体操作办法。在全社会形成尊重科技人员的氛围，让科研工作成为高尚的、有吸引力的职业。

（五）以农村土地制度改革和宅基地流转为重点，提高农民财产性收益

今后一个时期提高中等收入群体规模的最大潜力在农民。在稳步推进土地规模经营和农业经营现代化的同时，努力提升农民的财产性收入是提升农民在中等收入群体比重的重要手段。要加快落实集体经营性建设用地入市改革，建设城乡统一的建设用地市场，允许农村集体经营性建设用地在符合用途管制和规划的前提下，实行与国有土地同等入市、同价同权。探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”改革，落实宅基地集体所有权，保障宅基地农户资格权和农民房屋财产权，适度放活宅基地和农民房屋使用权、交易权，重点结合发展乡村旅游、返乡下乡人员创新创业等先行先试，盘活利用农村闲置农房和宅基地，促进城乡要素双向流动。

（六）以增进社会流动和打破阶层固化为重点，创造进入中等收入群体的公平机会

促进社会流动是低收入者进入中等收入群体的重要条件，也是社会发展和进步的动力源。特别是在收入分配差距较大且短期难以改善的条件下，保持比较通畅的社会流动性具有特殊重要的意义。建设统一开放、竞争有序的人力资源市场，保障城乡劳动者享有平等的就业权利，依法纠正身份、性别等就业歧视现象。发展新一代信息技术、高端装备、数字创意等新兴产业，实施传统产业智能化改造提升工程，提供更高质量流动机会。积极落实国家关于创业创新方面的政策举措，鼓励劳动者通过创业实现个人发展，为有志青年提供更为广阔的发展空间和更加顺畅的流动渠道。

---

[1]　作者于2019年10月17日在清华大学举办的长安论坛发表了演讲，本文是根据该演讲整理而成的文字稿。本文第二、第三部分是与国务院发展研究中心卓贤、杨修娜共同完成的成果，数据部分引用了他们基于中国家庭收入调查数据所做的分析结果。

附录1 中国经济50人论坛简介

中国经济50人论坛，是由我国经济学界部分有识之士于1998年6月在北京共同发起组成的、独立的学术群体。论坛聚集了具有国内一流水准、享有较高的社会声誉并且致力于中国经济问题研究的一批著名经济学家。

论坛以公益性、纯学术性为原则，组织年会、长安讲坛、内部研讨会、各地经济理论研讨会、国际学术交流等研究活动，深入探讨中国宏观经济改革等重大课题。论坛学术讨论秉承三个基本因素：一是有超前性学术研究的需要，二是有讲真话的学术作风，三是有相互尊重的学术氛围。论坛宗旨是把各个领域有着深入理论研究的专家，对中国经济问题及政策建议的研究成果集合起来，希望用他们研究的思想精华推动深化结构性改革，促进中国经济转型和持续稳定增长。

论坛依据章程，实行定期换届选举，确保论坛组织和成员的更新与活力。

论坛学术委员会是论坛的最高领导机构，负责论坛活动的规划与指导。

第四届论坛学术委员会成员是：白重恩、蔡昉、樊纲、江小涓、隆国强、杨伟民、易纲。

论坛学术委员会荣誉成员是：吴敬琏、刘鹤。

论坛秘书长：徐剑

附录2 中国经济50人论坛成员名录

（第四届）

论坛学术委员会荣誉成员：

吴敬琏、刘鹤

论坛学术委员会成员：

白重恩、蔡昉、樊纲、江小涓、隆国强、杨伟民、易纲

论坛成员（以姓名拼音字母为序）：

白重恩 清华大学经济管理学院院长、教授

蔡昉 十三届全国人大常委、农业与农村委员会副主任委员；

中国社会科学院副院长、学部委员、研究员

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，教授、研究员

陈东琪 中国宏观经济研究院首席专家、研究员

陈锡文 十三届全国人大常委、农业与农村委员会主任委员，教授

樊纲 中国经济体制改革研究会副会长；国民经济研究所所长；

中国（深圳）综合开发研究院院长，教授、研究员

方星海 中国证券监督管理委员会副主席

郭树清 中国人民银行党委书记、副行长；

中国银行保险监督管理委员会党委书记、主席，研究员

韩俊 中央农村工作领导小组办公室副主任；

农业农村部党组副书记、副部长，研究员

韩文秀 中央财经委员会办公室副主任

黄益平 北京大学国家发展研究院副院长、教授

江小涓 十三届全国人大常委、社会建设委员会副主任委员；

清华大学公共管理学院院长，教授、研究员

李波 中华全国归国华侨联合会副主席，研究员

李剑阁 孙冶方经济科学基金会理事长；

广东以色列理工学院校长，研究员

李扬 国家金融与发展实验室理事长；

中国社会科学院学部委员、研究员

廖岷 中央财经委员会办公室副主任；财政部副部长

林毅夫 十三届全国政协常委、经济委员会副主任；

北京大学国家发展研究院名誉院长、教授

刘尚希 中国财政科学研究院院长、研究员

刘世锦 十三届全国政协经济委员会副主任；

中国发展研究基金会副理事长，研究员

刘伟 中国人民大学校长、教授

刘元春 中国人民大学副校长、教授

隆国强 国务院发展研究中心副主任、研究员

楼继伟 十三届全国政协常委、外事委员会主任，研究员

陆磊 国家外汇管理局副局长，研究员

马建堂 国务院发展研究中心党组书记、研究员

附录3 中国经济50人论坛企业家理事会成员名录

召集人 段永基 柳传志

秘书长 林荣强

副秘书长 王小兰

监事会 段永基 林荣强

理事会成员（以姓名拼音字母为序）：

毕明建 中国国际金融股份有限公司总裁

曹德云 中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长

陈东升 泰康保险集团股份有限公司董事长兼首席执行官

邓召明 鹏华基金管理有限公司总裁

丁建勇 上海东昌企业集团有限公司董事长

段国圣 中国保险资产管理业协会会长；

泰康资产管理有限责任公司首席执行官

段永基 四通集团公司董事长

桂松蕾 中新融创资本管理有限公司董事长

郭翠萍 中元宝通（北京）商业发展有限公司董事长

李雨浓 新联合投资控股有限公司董事局主席

林荣强 信远控股集团有限公司董事长

柳传志 联想控股股份有限公司董事长

柳甄 字节跳动高级副总裁

刘光超 北京市道可特律师事务所主任

刘晓艳 易方达基金管理有限公司总裁

刘志硕 中关村并购母基金合伙人；大河创投创始合伙人

卢志强 中国泛海控股集团有限公司董事长兼总裁

茅矛 云月投资管理有限公司合伙人

莫斌 碧桂园控股有限公司总裁及执行董事

潘刚 内蒙古伊利实业集团股份有限公司董事长兼总裁

潘仲光 上海潘氏投资有限公司董事长

平凡 上海朗盛投资有限公司董事长兼首席执行官

田熠菲 新理益集团有限公司总裁

王金生 北京天正中广投资控股集团有限公司董事长

王小兰 时代集团公司总裁

杨宇东 第一财经总编辑

郁亮 万科企业股份有限公司总裁

张毅 金杜律师事务所中国管理委员会主席

张志洲 敦和资产管理有限公司首席执行官

赵民 北京正略钧策管理顾问有限公司董事长

赵伟国 紫光集团有限公司董事长

周远志 新意资本基金管理（深圳）有限公司总裁

朱德贞 厦门德屹股权投资管理有限公司董事长

图书在版编目（CIP）数据

中国经济发展新阶段的机遇/白重恩等主编.-- 北京：中信出版社，2020.2
（中国经济50人论坛丛书）
ISBN 978-7-5217-1363-3
I.①中… II.①白… III.①中国经济 - 经济发展 - 研究 IV.①F124
中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第006840号

中国经济发展新阶段的机遇
主编：白重恩 等
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：300千字
版次：2019年2月第1版
印次：2019年2月第1次印刷
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1363-3
定价：88.00元
版权所有·侵权必究

中国经济的未来

热点
难点
和增长点

魏杰 _ 著

中国知名经济学家，
清华大学教授魏杰扛鼎之作

中国经济前沿问题解读

中信出版集团

目录

自序

第一部分 中国经济新周期的三大任务（2012—2035年）

新坐标：构建现代化经济体系

转型之路：从高速增长转向高质量增长

当务之急：化解与防范金融风险

第二部分 中国经济进入全面调整期（2018—2020年）

中国经济处在调整期而非衰退期

调整期要做的3件事

第三部分 以供给侧结构性改革为主线

产业结构调整

深化改革

第四部分 三大因素与中国宏观经济走势

正确处理中美经贸关系

推动金融供给侧结构性改革

实行积极的财政政策

第五部分 坚持“稳中求进”的总基调

“稳中求进”的核心是“稳”

“稳”什么，如何“稳”

“进”什么，怎么“进”

第六部分 回望改革开放40年4个阶段（1978—2018年）

经济体系改革初期的打基础阶段（1978—1992年）

大规模经济体制改革时期的任务和历史使命（1992—2002年）
新体制磨合期的任务和特点（2002—2012年）
全方位改革时期的任务及特点（2012—）

第七部分 改革开放再启航

平等保护产权的12个要点
推动民营经济继续发展壮大的10个要点
推动法治社会的形成与完善
坚持市场决定论的改革

第八部分 全球化新趋势与中国开放新阶段

全球化轨迹与中国的选择
双向型的对外开放战略
全方位开放与自由化
推动我国对外开放扩大升级的政策建议

版权页

自序

过了65岁，我的视力似乎有些问题，写东西遇到了一些困难，因而自己的一些有关中国经济的思考，就基本上由“笔”转向了“口”，也就是以演讲的方式公布于众。这些演讲基本没有稿子，讲完就算完成任务。但有些听众却非常认真，听完后竟然将演讲整理成文，并转发至朋友圈，甚至发布至某些自媒体平台，微信转载量非常高，几十万甚至几百万的转发量，成为常事，甚至有些像“网红”，我本来在学术上是很低调的人，这种状况使我极不适应。

承蒙中信出版集团编辑们的厚爱，他们提出来将这些演讲录音整理稿结集出版。因此，我将这几年来我手中所保存的这些演讲录音整理稿汇集成为此书。因为是演讲录音整理稿，所以难免相互之间有些重复，且口语较多。为了保持原貌，所以此次汇集成书基本上没有做文字上的处理，虽然粗糙些，但确实是“原生态”，可读性极强。

本书基本上涉及了中国经济这几年来所有的新问题，而且这些新问题又是在不同时间段讲的，涉及当时的具体情况，因而可以为人们认识这些新问题提供一个时间上的对比分析，对认识某些问题有帮助。当然，内容上有所重复，但不是简单地重复，而是不同时间段讲了同一问题，这恰恰能为理解问题打开思路，是很有意义的。

我认为，中国经济自2012年到2035年，基本上是一个周期，即由富转强的周期。当然，这个周期又包括几个小周期，其中2015—2021年就是这个周期中的一个小周期。本书所收集的演讲录音整理稿，都是我在2016—2019年之间的演讲录音整理稿，基本反映了中国经济在2015—2021年这个小周期中的走势及热点问题，对把握这个小周期及预测下一个小周期有一定意义。尤其是，本书为大家提供了分析这几年中国经济运行的思路及轨迹，能看到中国经济是怎么走过来的，以及未来我们应该怎样走。

这几年我的演讲的中心议题是中国经济前沿问题，具体来说，主要集中在两个方面：一个是关于中国宏观经济走势分析的，涉及对中国宏观经济的走势的基本判断，以及中国宏观经济的诸多热点、难点、增长

点，其中包括：中国经济没有进入衰退期而是进入全面调整期。以供给侧结构性改革为主线、坚持稳中求进的总基调、推动金融供给侧结构性改革、积极财政政策、中美贸易问题与中国经济、化解与防范金融风险、从高速增长转向高质量增长、建立现代化经济体系等。另一个是关于改革开放的问题，因为2018年是中国改革开放40周年，主要涉及改革开放的过去、现在与未来，包括3个主要内容：一是我国改革开放是如何走过来的，二是改革开放再启航，三是全球化的新趋势与中国开放新阶段。当然，分析中国宏观经济走势与讨论中国改革开放，实际上都是在研究中国经济问题，因而这两个内容实际上是一个问题的两个方面，它们是相互联系与融通的，有着密切的内在逻辑联系，不过，为了读者便于阅读，我们将这些演讲分为8个部分，分别讨论中国宏观经济走势与下篇讨论改革开放。

从这本书中可以看出，我在经济学界走着自己的路。我走的路有3个特征：一是一直盯着中国经济现实中的热点问题，热点问题是我研究的重点，热点问题形成了我学术研究活动的主线；二是以最清晰的思维逻辑面向公众解释这些热点问题，公众主要来自中国经济活动的第一线，诸如企业界人士及公务员等；三是我对热点问题的解释，既让人们感到风险的压力，又能看到化解风险的举措，因而充满了正能量，这也可能是人们喜欢听我演讲的原因之一。因此，热点、公众、正能量，是我所走的路的特征。

以上是为序。

第一部分　中国经济新周期的三大任务（2012—2035年）

我一直认为，从2012—2035年，是中国经济的一个新周期。在这个周期中，我们从单纯的经济改革转向了包括经济改革、政治改革、文化改革、社会改革、生态改革在内的“五位一体”的改革，并且在改革中要于2035年基本实现现代化。为此，我们要建成现代化经济体系，从高速增长转向高质量增长。当然，这个过程中必然会遇到各种风险与挑战，其中最重要的是金融风险的压力，例如2015年、2016年、2017年的宽松货币与杠杆率的快速上升，就导致2018年、2019年、2020年这几年巨大的金融风险的压力，因而化解与防范金融风险是重要任务。由此可见，在2012—2035年这个经济周期中，我们实际上面临三大任务：构建现代化经济体系、由高速增长转向高质量增长、化解与防范金融风险。

同时我们应该看到，中国经济经历了40年的改革开放与40年的高速增长，发展到新周期，确实有了许多新的经济特征，而且有些新特征已经常态化，因而被人们称为中国经济新常态。一是经济增长速度、经济增长方式、经济增长质量等，都有了新的变化，例如从数量增长型向质量增长型转变。二是经济体系构成、经济运行内容、经济体系框架等，都有了新的变化，例如经济体系从传统型向现代化经济体系转变。三是作为经济主体的人，也发生了重大变化，人们的生活方式及对经济活动的诉求等都有了新变化，例如从温饱型向全面享受型转变，尤其是以年代为划分标准的社会阶层在经济活动中的地位有了新变化，例如50后在逐渐退出，80后则快速介入，等等。总之，新的时代已经到来，我们需要正确应对下述三大任务。

新坐标：构建现代化经济体系

中共十九大报告中指出，中国已经从站起来、富起来迈向强起来的新发展阶段。强起来分为3个时间段：从现在到2020年，全面建成小康社会，从2020年到2035年，基本实现社会主义现代化，从2035年到2050年，把我国建设成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。如何完成强起来的时代发展目标？从经济的角度来看，就是要按照新发展观，建立现代化经济体系。因此，中共十九大报告在经济方面提出的最主要的任务，就是按照新的科学发展观建立现代化经济体系。

七大特征：构建现代化经济体系

什么是现代化经济体系？从根本上讲，就是能最有效地反映现代化要求、推动现代化实现并保证现代化有序运行的经济体系。具体来说，现代化经济体系包括如下特征。

第一，反映了全体人民的愿望与要求。

是以人民为中心的现代化，并不是某些个人或某些利益阶层的现代化，现代化经济体系能够有效地不断实现人民对美好生活的追求，提升全体人民的福祉。现代化经济体系一定要消除传统现代化带来的极度两极分化，社会阶层对立，从而实现全体人民的现代化，推进社会和谐。中国目前进行的精准脱贫，实际上就是以人民为中心的现代化的具体表现。

第二，能够有效推进人类社会的第四次工业化。

人类社会已经经历了机械化、电气化、信息化这三次工业化，正在迈向智能化，即第四次工业化，现代化经济体系当然而且必须反映第四次工业化的要求，有效推动中国第四次工业化的实现。实际上，现代化经济体系就是以第四次工业化为特征的经济体系，例如创新与创意就是现代化经济体系的重要特征。

第三，在传统城市化基础上形成的后城市化经济体系。

因而现代化经济体系更加注重区域经济的协调，更加注重城市化过程中的城乡协调发展，更加注重农业与农村的振兴，农业强、农村美、农民富是现代化经济体系的重要内容与目标。因此，现代化经济体系的一个重要任务就是要有效治理大城市病及农村落后这两个传统现代化的痼疾，有效协调城市化与“逆城市化”的关系。

第四，能够有效推动生态文明。

现代化经济体系总结了已有城市化与工业化的缺陷，更加重视生态因素在现代化中的地位与作用。生态文明既包括对工业化与城市化所引起的废水、废气、固体垃圾的有效处理，消除污染，也包括对自然生态的修复，要求所有开发都必须以自然生态的保护为基础和前提，实现人与自然的和谐发展。

第五，将创新作为增长的主要要素。

现代化经济体系在经济增长方式上放弃了粗放式增长方式，更加注重高质量增长，不再单纯靠投放劳动、土地等要素推动增长，而是将产品与服务的创新、商业模式创新、技术创新等创新模式作为增长的最主要动力。

第六，充分体现了人类社会的现代化意识。

其中包括契约理念、法制精神、诚信品质、人权思想、责任意识等。在现代化意识中，尤为重要的是企业家精神，企业家精神不仅仅表现为创新意识及能力，更重要的是责任意识，例如为市场提供优良产品与服务，为投资者提供应有的回报，为政府提供税收，为社会提供就业机会，为环保贡献力量等。契约、法制、诚信、责任、创新是现代化意识的重要内容，也是现代化经济体系的核心理念与文化，可以称之为现代化经济体系文化。

第七，强调人类命运共同体理念。

现代化经济体系具有包容性与开放性特征，在新的全球化模式中实

现国与国之间及区域与区域之间的协调发展，抛弃各种国际化壁垒，实现全方位及真正意义上的开放。

六位一体：向世界开放中国市场

现代化经济体系主要由六个部分构成，可以称之为六位一体。

第一，实体经济。

实体经济是现代化经济体系的基础与脊梁。离开了实体经济的发展与壮大，现代化经济体系就无从谈起，因而现代化经济体系的重要任务是大力发展实体经济。

我国目前实体经济最主要的问题是结构调整，重点是推进供给侧结构改革，即原有的支持我国经济发展的支柱性产业，要转向一般性产业，而另外一些产业则要逐渐上升为支柱性产业。在这种结构调整过程中，我们首先要确保原有的支柱性产业在转向一般性产业的过程中，不能出现问题，不能引起经济及社会风险。根据我国目前的实际情况，我们提出了“三去一降”的对策。即去产能、去库存、去杠杆、降成本的对策，这对于原有的支柱性产业平稳地逐渐转向一般性产业，具有重要意义。

当然，结构调整的关键还是要推动新的支柱性产业的形成。主要有三大产业：一是战略性新兴产业，包括新能源、新材料、生命生物工程、信息技术与互联网、节能环保、新能源汽车、人工智能、高端装备制造等；二是服务业，包括消费服务业、商务服务业、生产服务业、精神服务业等；三是现代制造业，包括飞机、高铁、核电、特高压输变电、现代船舶及航天器制造等。

第二，现代金融。

现代金融是实体经济的助推器与润滑剂，现代化经济体系需要有现代金融的支持。因此，我们要继续推进金融体制改革，包括：1.银行改革，例如利率市场化、银行治理结构改革、民营银行发展等；2.推进非银行机构发展，例如放开各类投资公司、各类基金、各类保险公司等；3.资本市场改革，例如形成多层次资本市场、将上市由非审核制改成注

册制等；4.外汇体制改革，例如推动汇率市场化与外汇自由流动等；5.金融全方位开放，例如放开外资在中国金融机构中的持股比例等。

当然，发展现代金融必须防范金融风险，包括：1.抑制资产泡沫的形成，防止资产泡沫引发金融风险；2.稳住债务，防止个人、企业、政府债务的过快上升而引发金融风险；3.稳住外汇，防止汇率及外汇储备的剧烈变动而引发金融风险；4.治理金融乱象，防止金融改革的不当行为及新技术进入金融而起发的乱象引发金融风险；5.控制好货币政策与宏观审慎政策，防止“顺周期”的负面作用及市场之间的传染病引发金融风险；等等。

第三，科学与技术创新。

科学与技术永远是人类社会发展的动力源泉与基础，例如人类社会的四次工业化，实际上就是科学与技术发展的结果，因而科学与技术是现代化经济体系的核心组成部分，是现代化经济体系的创新基础与动力源泉，尤其是原创性技术与颠覆性技术是与现代化经济体系内在地联结在一起的。

科学技术的创新需要有相应的体制配套，包括：1.技术创新体制的法律基础，例如知识产权保护；2.财力基础，例如不低于GDP（国内生产总值）总量5%的应有的资本投入；3.物质基础，例如现代化实验室及科学城的建立；4.人才基础，例如有效调动科学技术人员创新积极性的激励机制的建立；5.科学积聚基础，例如重视与发展前瞻性基础研究；等等。科学与技术发展需要包括企业、政府、高校和社会的全方位努力。

第四，人力资源体系。

人是最可贵的，任何社会经济活动最终都是以人为基础的，因而现代化经济体系不仅需要充足的人力资源支持，更需要高素质的人力资源，数量充足且高素质的人力资源是现代化经济体系的保障，人力资源体系是现代化经济体系的重要组成部分。

如何提高人力资源的量与质，形成良好的人力资源体系？首先是要确定科学的人口生育政策，确保一个适合经济发展的人力资源结构，防止“老年化”与“少子化”的产生，使人力资源的年龄结构适宜；其次是要

发展包括幼教、义务教育、职业技术教育、高等教育、在职教育等各种教育形式在内的完整教育体系，而且随着社会经济发展的不断调整与充实教育内容，确保人力资源在社会与经济进步中得以提升；再次是建立完善的人力资源保障体系，既包括医疗、就业、养老等方面的最基本保障，也包括以市场化为基础的各类保险为特征的多层次社会保障体系，形成市场、政府、个人、企业等各类主体都能有效发挥作用的全民性社会保障体系。

第五，市场经济。

市场经济是现代化经济体系最基本的运行原则与规则，市场经济维持着现代化经济体系的运行秩序。我国经济体系改革的“真谛”，就是在原有经济体系中不断加入市场经济要素，最终形成市场在资源配置中起决定性作用的现代市场经济。因此现代化经济体系的核心是不断完善与发展市场经济。

市场经济首先是要尊重与承认各类市场主体在法律框架下的自我利益追求权与自我选择权，承认与保护各类产权，这是市场经济的动力源泉；其次，市场经济要消除各种阻滞资源配置的障碍，保证各种生产要素的顺畅流动，有效实现资源的高效配置；再次，市场经济的关键是要处理好政府与市场的关系，资源配置中起决定性作用的是市场，政府是在市场经济运行的基础上掌握好各种宏观经济政策与社会政策，包括货币政策、财政政策、国际收支政策、社会保障政策等，政策一般不介入人们具体的经济活动与企业的投资经营活动。

第六，全方位开放。

开放是现代化经济体系的重要组成部分。我国在改革开放之初强调扩大出口与吸引外资，这是与我国当时的实际情况相吻合的，因为我们当时很贫困，国内市场匮乏，不得不依托国际市场；同时，我国当时没有资本积累，缺乏经济发展的资金，不得不依托国际资本。但是这种开放实际上是一种单向性开放，即搭别人便车的开放。扩大出口是依托国际市场，吸引外资是依托国际资本，因而实际上当时的开放都是以搭别人便车为特征。

随着中国改革开放的深入，中国逐渐进入强起来的时代，中国已经有了巨大的国内市场，中国已经聚积了庞大的资本，因而中国的开放已

经进入新的时期，也就是全方位开放的时期，其特征是不再单纯搭别人便车，而是更加重视自身发展。我们不再单纯强调扩大出口，而是更加重视进口；不再单纯强调吸引外资，而是更加重视中国资本走出去。

全方位开放作为现代化经济体系的重要组成部分，要求我们要进一步向世界开放中国的国内市场，既包括物质产品市场，也包括服务业市场，例如在上海建立进口贸易博览会，放开境外资本在中国金融机构中的持股比例，等等。同时，中国资本要走出去，加大对外投资，尤其是要大力推动“一带一路”倡议，实现中国资本的国际化发展。“一带一路”是指“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”，由中国国家主席习近平分别在2013年9月和10月访问中亚和东南亚期间提出，之后经过逐步完善和发展，于2013年11月写入十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。

历史使命：建成现代化强国

现代化经济体系是中国进入强起来的时代的经济体系，因而现代化经济体系要推动中国实现从现在到2020年，全面建成小康社会，从2020年到2035年，基本实现社会主义现代化，从2035年到2050年，把我国建设成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。现代化强国是现代化经济体系的历史使命。如何实现这个历史使命？主要有两条。

第一，使中国具有技术话语权与金融话语权。

现代化强国的一个重要标志，就是要有技术话语权。中国作为一个大国，如果没有原创性技术及颠覆性技术，就不可能成为一个强国。因此，现代化经济体系要推动中国的科学与技术创新。美国在1900年时虽然经济体量很大，但是并没有技术话语权，当时技术话语权在欧洲，尤其是在德国，二战后才逐渐取得了话语权，成为现代化强国。由此可见，推动中国具有技术话语权是现代化经济体系的重要历史使命。

现代化强国的另一个重要标志是具有金融话语权，中国如果没有金融话语权，就不可能是一个强国。美国在1900年时经济体量确实很大，但并没有金融话语权，当时的金融话语权在英国。二战后美国才逐渐取

得金融话语权，成为现代化强国。因此，中国必须要取得金融话语权。中国取得金融话语权的重要举措，是推动人民币的国际化。人民币虽然已经成为世界储藏货币的一种，但离人民币国际化的目标仍然很远。这就要求中国应全方位推动人民币的国际化，例如除了在“一带一路”中实现人民币国际化之外，还应让人民币介入石油交易之中，打破美元在石油交易中的垄断地位，中国是世界最大的石油消费国，我们有让人民币实现石油交易中介的市场基础。总之，中国要成为现代化强国，必须要有金融话语权。

第二，防范与阻抗各种风险。

中国在迈向现代化强国的过程中，实际上增长速度已经不是主要的问题，就是增长得慢一点，也不会影响强国目标的实现，现在最大的问题是不能爆发各种风险，因为风险的爆发会中止我们的强国梦，就像一辆行驶的高铁列车一样，一旦翻车，后果将不堪设想。因此，现代化经济体系必须具有防范与抵御各种风险的能力。

如果从经济方面看，最主要的风险恐怕是金融风险。人类社会的经济风险，这些年来最主要表现为金融风险，例如1998年的亚洲金融风险，2008年的美国金融风险。因此，就经济方面来说，主要是防范金融风险。防范金融风险要处理好金融与实业的关系、金融与资产价格的关系、金融与外汇的关系、金融与债务的关系、金融与金融改革的关系及金融与新技术的关系，当然，还要把控好货币政策及宏观审慎政策。

如果从社会方面来看，恐怕最容易出现风险的是有关民生方面的，例如前一段时间出现的幼教事件，就差点引起社会动荡。民生方面的风险影响面较广，而且容易触及人们所能承受的红线，一旦处理得不好，就会导致社会动荡。尤其要看到，随着以互联网为特征的新媒体的诞生，各种误解甚至谣言都会成为社会动荡的助推器，出现真相反而滞后的现象，这就更加加大了社会动荡的可能性。因此，一定要重视民生方面所发生的问题，防止它引起整个社会的动荡，形成巨大的社会风险。

风险既包括内部的，也包括外部的。中国一向是以和平著称的国家，而且从来不干涉别国内政，因而外部风险的可能性并不大，但是中国现在还是一个没有完全实现统一的国家，统一是中国成为强国的重要目标，本来这种统一祖国的目标与别人毫无关系，但有的国家可能会因此而挑起事端，甚至发动战争，因而中国的外部风险是存在的。例如对

台湾、南海等问题的处理，本应是中国的内部事务，是中国与某些利益相关国之间的事情，但总有些自以为是世界警察的国家会从中捣乱，挑起事端。台湾统一问题是中国不可能回避的问题，不能一直拖而不决，我们会以最大的努力去实现和平统一，但有些事并不是我们单方面能决定的，有些国家可能参与其中，因此，中国必须要形成强大的国防力量，以应对这些风险。因此，国防现代化也是现代化强国的重要目标。只有能打仗，才能实现不打仗。由此可见，现代化经济体系的重要任务是推动国防现代化。现代化经济体系中实现国防现代化的最主要举措，是建立军民融合体制，使经济与国防现代化相辅相成，在实现经济现代化的同时，实现国防现代化，强经济与强军并举，从而增强中国防范外部风险的能力。

转型之路：从高速增长转向高质量增长

新经济周期中贯穿于中国经济的一条主线，就是从高速增长转向高质量增长。那么，什么是高质量增长，怎样才能实现高质量增长，就成了我们必须要搞清楚的问题。这里就此问题做些探讨。

技术与制度创新推动高效率增长创新

经济增长如果用效率指标来评价，可分为高效率增长与非高效率增长。高效率增长是指以较少的投入获得最大的收益，而非高效率增长则是指以最大的投入获得较少的收益。高质量增长是指高效率增长。

决定高效率增长的一个重要因素是技术创新。技术创新可以使各种要素投入发挥最大作用，实现以少投入获得最大收益。因此，为了实现高效率增长，进而实现高质量增长，就必须有效推动技术创新，尤其是要获得颠覆性技术与原创性技术。为此，就要进行超前性的基础研究，形成技术创新所需要的财力基础、法律基础、物质基础、人才基础。

决定高效率增长的另一个因素是制度创新。制度创新可以有效调动各种要素的积极性，使各种要素最大限度地发挥作用，实现以较少的消耗获得更大的利益。中国改革开放以来经济效率的提高，就是得益于制度创新。因此，我们要推动高效率增长，实现高质量增长，就必须继续推进制度创新，尤其是建立以现代市场经济为核心的现代化经济体系。

去杠杆实现有效供给性增长

经济增长如果从市场供求关系状况来评价，可分为有效供给性增长与无效供给性增长。有效供给性增长是指经济运行过程实现了供求关系的平衡，无效供给性增长则表现为市场关系失衡，产能严重过剩，库存积压很大。增长是指有效供给性增长。

我国在过去的一段时间虽然经济增长较快，但不少产业产能严重过

剩，库存积压太大，与此同时，人们需要的产品与服务却无法提供，出国购买成为时尚，这实际上是一种无效供给性增长。这种无效供给性增长，单靠市场调节是难以快速见效的，因而中央提出供给侧结构性改革的战略对策，对过剩产能及库存积压做了调整，为有效供给性增长打下了基础。

无效供给性增长形成的一个重要原因，是供给方没有风险意识，盲目扩张，盲目负债，因而消除无效供给性增长必须去杠杆，降低整个社会的杠杆率。在未来几年内，我们必须将去杠杆作为消除无效供给性增长的重要任务。

无效供给性增长形成的另一个重要原因，是制度的风险约束性不够，经营者对过剩产能及库存没有风险约束，因而会在短期利益的驱使下盲目扩张。中国产能过剩与库存积压太大主要表现为国有企业，就是因为这个原因。因此，必须有效推进制度改革，尤其是国有企业改革，彻底解决国有企业背后的刚性兑付问题，使得国有企业经营者与利益及风险真正挂钩，实现有效的利益与风险约束。

战略性新兴产业助力中高端结构增长

经济增长从结构方面来划分，可分为中低端结构增长与中高端结构增长。我国过去较长时期实际上是一种中低端增长，这是由我国当时的生产力发展水平所决定的。我国现在要向中高端结构增长转变。高质量增长实际上就是中高端结构增长。

中高端结构增长与中低端结构增长的最大区别在于支柱性产业不同。中低端结构的支柱性产业包括传统制造业、建筑业及房地产产业等。中高端结构的支柱性产业则主要有三：一是战略性新兴产业，例如新能源、新材料、生命生物工程、信息技术及移动互联网、节能环保、新能源汽车、智能机器人、高端装备制造等；二是服务业，例如消费服务业、商务服务业、生产服务业、精神服务业等；三是现代制造业，例如航天器制造与航空器制造、高铁装备制造、核电装备制造、特高压输变电装备制造、现代船舶制造与海洋装备制造等。

因此，我国在向中高端结构增长的转变中，要大力发展战略性新兴产业、服务业、现代制造业，这些产业将逐渐成为我国的支柱性产业。

节能环保实现绿色增长

经济增长有时在高污染与高消耗条件下也会实现高速增长，但这种高速增长绝不会持续。高质量增长与这种以污染与高消耗资源为基础的所谓高速增长是相对立的，高质量增长强调节能环保，是一种绿色增长。

要实现绿色增长，首先要维持好自然生态环境，增长不能以破坏自然生态环境为代价。过去我国一些地方忽视对生态环境的保护，甚至不惜破坏生态环境而搞GDP，严重危及了我国的生态安全。发展是硬道理，但“硬”发展则没有道理。因此，在绿色发展的理念下，我们要从各个方面加大对自然生态的修复，包括各种河流自然生态带、山脉自然生态带等。

要实现绿色发展，必须要对工业化与城市化所带来的废水、废气、固体垃圾进行良好的处理。如果对“三废”不能做好处理，那就不是真正的工业化与城市化，当然也就不是绿色发展。从经验与教训来看，废水、废气、固体垃圾处理的唯一办法是依靠技术，要形成良好的节能环保型技术，走技术化道路。技术化标志着节能环保的产业化、企业化。因此，节能环保要走技术化、产业化、企业化的道路。

可持续增长需克服盲目扩张倾向

经济增长在盲目扩张与粗放方式下，虽然也可以实现高速增长，但往往不可持续，甚至会引发经济危机。因此，盲目扩张与粗放方式的高速增长是不可取的。高质量增长是可持续增长。

可持续增长要求在经济增长战略上克服盲目扩张的倾向，盲目扩张必然会促使个人、企业及政府盲目加杠杆，过度加杠杆，必将导致金融风险的形成甚至爆发金融危机。近几十年世界上所形成的几次金融危机，背后都是加杠杆的结果。现代经济危机几乎都表现为金融危机，而金融危机的背后都是盲目加杠杆、整个社会杠杆率太高的结果。因此，我们必须在经济较快增长的整个过程中，防止杠杆率过高，随时要去杠杆。经济越是处于顺周期时，就越要注重去杠杆。

可持续增长需要认真考虑各种经济资源及社会资源的承受能力，不

能认为经济增长可以为所欲为，任意提高增长速度，这就是为什么一些国家在经济高速增长期却爆发各种社会危机的原因。我国一些地区经济发展速度很高，但社会矛盾却很尖锐，这就是脱离客观实际，盲目追求速度的结果。因此，要做到高质量增长，就必须遵守客观规律，坚守科学发展观，量力而行，保证经济平稳可持续发展。

消灭贫困是和谐增长的底线

经济增长的最终目的是为了造福于民，提高各个阶层人民的福祉，如果经济增长没有达到这个目的，甚至造成了各个社会阶层之间的对立，那么这种经济增长就是以社会动荡为基础的经济增长，我们显然需要的不是这种经济增长，高质量增长是社会和谐性增长。

社会和谐性增长要求在经济增长中每个社会阶层的福祉都能随着增长而增长，虽然各个社会阶层的福祉增长水平有所不同，但必须都能够有必要的增长。“大锅饭”没有前途，但过度福祉分化也会造成社会的不稳定。因此，为了保证各个社会阶层的福祉能够随着经济的增长而增长，就必须实行良好的税收制度与社会保障制度，实现初次分配强调效率，再分配更加注重公平的有效社会财富调节机制。

在市场经济条件下，人们因为自身的天赋（聪明程度、身体健康状况等）、家庭出身、地缘经济、机遇等原因，会在经济增长中有不同程度的利益收益，甚至有时同样的付出也会有不同的利益收益，因而社会必须要建立完善的基本保障制度，不能让任何成员因任何原因而落入贫困，消灭贫困是和谐性增长的底线，只要消灭贫困，社会就会保持应有的和谐。因此，消除贫困是和谐性经济增长的长期举措。

当务之急：化解与防范金融风险

2017年10月中共十九大胜利召开，2018年3月全国两会圆满举行，这两次会议基本上对未来一段时间中国经济的整体走势和宏观布局达成了一致共识。对于宏观经济走势的把握，一般来说要从两个方面进行，一方面是经济增长，也就是经济的增长点主要在哪里，另一方面是经济波动，也就是扰乱经济增长的因素是什么，经济风险在哪里。当前的决策层对于后者尤为关注，因为经济风险一旦爆发，中国经济就可能会出现5到10年的倒退，而且可能没有预案，这会严重影响全面建成小康社会和建设社会主义现代化强国目标的实现，识别与防范经济风险是当务之急。从我国宏观经济运行的现状来看，目前已基本达成共识，我国的经济风险主要存在于金融领域，金融风险是主要风险。过去很长一段时间，我们认为经济风险主要存在于增长领域，提出保增长、稳增长，甚至在2008年提出了“保八”的经济增长目标，但是对于未来一段时间风险的判断，我们认为主要存在于金融领域，2018年“三大攻坚战”的第一大攻坚战就是防范化解重大风险，其主要指的就是金融风险。[1]

防范金融风险是未来中国经济面临的重要课题，如何防范金融风险，结合我国经济实际和国际经验，我们认为当前中国经济的金融风险主要来自5个方面，分别为资产泡沫、外汇市场、债务问题、金融乱象和宏观政策波动，针对这5个方面，防范金融风险也主要有5个方向，即抑制资产泡沫、稳住外汇、稳住债务、治理金融乱象，以及控制好货币政策和宏观审慎政策，以下就将从这5个方面对我国的金融风险及其防范进行深入的分析。

抑制房地产资产泡沫

资产泡沫是指资产价格中不能被基本面因素解释的部分，资产价格脱离了其基本面而快速上涨，超出了资产的实际价值。中国统计的资产价格主要有两方面，一个是股票价格，另一个是房地产价格，这两者对应的分别是股市泡沫和房地产泡沫。抑制资产泡沫既要防止股价上涨太快，也要防止房价上涨太快，但是从中国当前的宏观经济实际出发，我

国当前的资产泡沫主要集中在房地产领域，我们所讲的抑制资产泡沫就是抑制房地产泡沫。

我们预测未来三五年内中国的股市是个慢牛的过程，价格不会快速上涨而出现泡沫，主要有3个原因：

1.现在的证券监管部门把监管作为第一要务。

内部交易、买壳、卖壳、资本大鳄的行为都极受关注，再加上大数据技术的发展，使得监管部门可以发现任何一笔交易的异常波动。

2.监管部门对于场外配资进行严格限制。

股票市场之外主要有两大资金池，分别是银行和保险，现在对这两大资金池监控得十分到位，股票市场的需求得到有效控制。

3.IPO（首次公开募股）快速推进。

2017年A股市场平均每周IPO数量超过8家，2018年以来IPO速度有所放缓，但平均每周仍旧超过2家，IPO的快速推进相当于股票供给的增加，这会抑制股票价格过快上涨。所以当前中国出现股市泡沫的可能性不大。

现在最受关注的是房地产泡沫。一般来说，房地产市场的需求包括3种，分别为刚性需求、投资需求和投机需求。其中刚性需求是指买房就是为了居住，而投资需求和投机需求则是房地产的投资属性和金融属性引出来的，其买房则分别是为了获取长期收益和短期收益。如果投资需求和投机需求太大，拉动房地产价格过快上涨，房地产供给会大大超过刚性需求，泡沫现象就产生了。[2]在北京、上海、广州、深圳等一线城市和南京、合肥、苏州、厦门等部分二线城市，出现了房地产价格过快上涨的现象，就是由于投资需求和投机需求过热，房地产供给已经超过了刚性需求，没有刚性需求做支撑，这种房地产泡沫便非常脆弱，随时都有可能被刺破，而其一旦被刺破，将会对经济产生极其严重的冲击。

日本20世纪90年代房地产泡沫破灭所导致的经济危机为我们提供了深刻的教训和有益的启示。日本房地产泡沫的形成主要有3个方面的原因：1.信贷宽松政策，1985年日本基本完成了工业化和城市化，大量的

资金无处安放，于是房地产市场成了好去处，住房抵押贷款发展迅猛，房地产投资和投机现象严重；2.外资炒作，1985年美国和日本签订《广场协议》，日元在协议生效后的5年内每年对美元升值5%，大量外资开始涌入日本，股市和房地产成为主要去处，加剧了房地产泡沫；3.日本修改《建筑法》，新《建筑法》允许拆掉旧房，建设新房，导致房屋供给大大增加，超过刚性需求，为房地产泡沫破灭埋下隐患。1991年日本的房地产泡沫破灭，房价大跌，其后经济陷入了持久的低迷。日本房地产泡沫被刺破主要是由于：1.央行紧缩银根。央行意识到泡沫持续扩大，对经济十分不利，1989年规定将2.5%的官方贴现率在下一年提升到6%，这导致市场流动性大大下降，随即股市崩溃，地价大跌，房地产市场崩溃。[3]2.《广场协议》到期。《广场协议》到期，人们预期日元会贬值，大量外资流出，房地产市场过热的需求被削弱，房价随之下跌。3.房产税的推行。日本的房产税加速了房地产泡沫的破灭。

从日本房地产泡沫形成与破灭的过程与后果中，我们可以看出，针对房地产泡沫，我们必须采取既要抑制又不主动刺破的原则，否则会导致金融风险的爆发，威胁到经济的发展。具体来说，我们有两种机制以应对当前的房地产泡沫，这两种机制是按其执行和起作用的期限来划分的，分别为中短期机制和长期机制。中短期机制包含两个方面的政策：第一是在房地产市场的需求方面，控制好投资需求和投机需求，持续实行限购限贷的政策；第二是在房地产市场的供给方面，约束开发商的行为，实行资金约束和新房价约束，资金约束是指对房地产商开发房地产要有自有资金比例的要求，不能通过高杠杆来进行房地产开发，新房价约束是指对地价和房价的关系要有要求，通过对二者比例关系的限制来约束房地产商行为。长期机制包括共有产权、租售同权、调整一线城市空间布局、房产税等政策。雄安新区就是调整一线城市空间布局的典型，其作用在于疏解北京的非首都功能，一般来说，首都功能包括4个方面，分别为政治中心、文化中心、国际交流中心和科技创新中心，所以金融机构、教育机构、医疗机构和国企总部等不属于首都功能范围的都要陆续迁出北京，或者至少不能再在北京扩建，非首都功能的迁移，必定会伴随着人口的流动，控制好人口总量，房地产市场的需求也能相应得到很好的控制。[4]未来长三角地区的空间布局、粤港澳大湾区的空间布局都有助于长期解决房地产泡沫问题。房产税也是目前讨论的热点，这是一种在长期紧缩房地产市场需求的政策，房地产税总归要出台，只是时间问题。通过中短期机制和长期机制，我们就可以在目前和未来抑制房地产市场泡沫，从而最终化解泡沫。

稳外汇防止金融风险爆发

外汇市场是金融风险集聚的重要领域，很多金融风险的爆发就是外汇波动引起的，比如1997年亚洲金融风暴。我国的外汇从2015年开始波动，主要面临两个方面的压力，一是人民币贬值的压力，二是外汇储备量减少的压力。当前来看，人民币贬值的压力主要来自3个方面：一是美元的加息预期，2015年12月，美联储上调联邦基金利率25个基点至0.25%~0.5%的水平，从而开启了本轮加息的周期，其后于2016年、2017年分别加息1次和3次，2018年3月和6月分别再次加息，并且预计2018年全年可能还要加息2次，美元持续加息提高了持有美元资产的吸引力，这会导致我国资本外流加剧，人民币面临贬值压力；二是特朗普的减税政策，企业所得税税率从35%永久降至20%，企业海外利润一次性征税税率从35%降至21%，这种大力度的减税会直接导致美国资本回流和海外资本流入，这也是人民币贬值压力的来源；三是中美关税战，中美关税战会严重影响中国的出口，出口下降导致外汇市场的美元供给下降，人民币币值有下降的压力，另外，美国针对中国的高新技术领域加征关税，不利于高新技术产业的发展，也会影响经济的基本面。除了人民币贬值的压力，我国也面临着外汇储备量减少的压力，我国的外汇储备量在2014年6月达到峰值，总量接近4万亿美元，其后基本处于下降趋势，2017年2月外汇储备总量减少至接近3万亿美元，其后略有反弹。

国务院提出要稳住外汇，稳住外汇的目标有两个：一是人民币不能持续贬值，二是外汇储备不能持续减少。如果人民币持续贬值，外汇储备持续减少，一定会引发金融风险。为了稳住外汇，国家主要推行了3条政策：1.外汇改革中已经放开的项目继续放开，尚未放开的项目暂停放开。我们的改革不能倒退，已经放开的项目不能回收，比如每人每年可以兑换5万美元或等额的其他货币，留学换汇凭借录取通知书或者学费证明则不受5万美元的额度限制，等等。对于个人来讲，有三大类海外投资基本叫停，分别为房地产海外投资、证券海外投资和投资类保险海外投资，现在基本暂停了海外购买不动产和股票的行为，允许购买消费型保险，但是不允许购买分红型保险。2.支持技术类的海外并购，不支持非技术类的海外并购。国家支持在海外并购技术类的企业，比如芯片制造企业、半导体企业等，但是并购非技术类的企业会受到严格审查，比如房地产、酒店、足球俱乐部等，这就相当于对海外的投资并购进行严格界定与引导，倾向于技术类的投资并购。3.“一带一路”投资坚

持使用人民币，不再动用外汇储备。“一带一路”是由中国主导的，我们有权利选择使用人民币进行结算，要推动人民币的国际化，这既有助于稳住外汇，也有助于我国在国际上掌握金融话语权。

通过以上3条政策，我国已基本稳住了外汇。第一，人民币没有持续贬值。从2016年年底至2018年年初，人民币整体处于升值的状态，美元兑人民币从2016年年底的1:6.9减少至2018年年初的1:6.2，但是2018年以来，人民币略有贬值，截至2018年6月，美元兑人民币维持在1:6.4左右，这主要是受美元的加息预期和特朗普减税的影响，我国的外汇政策将持续发挥抑制人民币贬值的作用。第二，外汇储备没有持续减少。我国的外汇储备在2017年1月达到最低点，总量低于3万亿美元，其后有所反弹，截至2018年5月，外汇储备超过3.1万亿美元，我国的外汇政策防止了外汇储备的持续减少。虽然我国当前已经稳住了外汇，但是美元加息预期、特朗普减税政策和中美关系等因素依旧扰乱着我国的外汇市场，构成外汇市场波动风险的因素，为了防止金融风险的爆发，我们依旧要坚持稳住外汇的政策导向。

极力避免因债务问题带来金融风险

债务问题是导致金融风险的重要因素，2018年美国金融危机就是由于次级抵押贷款这一家庭债务引起的，所以也叫次贷危机，这给美国经济带来了重创，也通过国际贸易和国际投资两个渠道给世界其他国家的经济带来很大的冲击。我们要极力避免债务问题带来的金融风险，一般来说，按照债务人主体划分，我们将债务分为3种类型，分别为家庭债务、企业债务和政府债务，目前我国在这3种类型的债务上都存在一定问题，都需要着力进行解决。

家庭债务，也称为个人债务，是指债务人为个人或家庭的借债行为。一般认为，我国是国民储蓄率偏高的国家，这是传统文化和社会保障体系不健全导致的，大家偏好储蓄，而不愿过多消费，更不用说借钱消费，所以一直以来，我们认为我国的家庭债务并没有很大的问题。但是在2017年十九大召开期间，当时的央行行长周小川一再强调防止个人负债率上涨过快。从数据显示来看，2015年我国家庭负债占GDP的比例为39%，2016年上升到45%，2017年上升到49%，预计2018年会突破50%。这么快的家庭负债的增长，主要来自住房贷款，随着房地产价格

上涨，人们买房对贷款的依赖性越来越大，但这是一个非常不利的信号，美国2008年金融危机就是由于住房抵押贷款及其衍生品的过度繁荣，导致资金链断裂后，一发不可收拾。所以针对家庭负债的增长，我们要严格限制住房贷款，并且加强对住房抵押贷款衍生品创新的监管，抑制家庭负债膨胀的同时，缩短金融衍生品资金链的长度。

企业负债就是以企业为债务人的借款行为。我国的企业债务也是相当严重的问题，企业债务占GDP的160%以上。目前我国企业负债的主体不是民营企业，而是国有企业。我们虽然一直提倡国有企业与民营企业在市场竞争中处于公平地位，但由于国有企业长期以来有政府的信用担保，其融资面临着软约束，融资更为便利，所以国有企业有很大的融资激励和融资空间，这也是导致国有企业债务过高的原因。针对这一情况，目前提出的去杠杆的重中之重就是国有企业。目前国有企业去杠杆主要有3种手段：第一是混合所有制改革，典型代表是中国联通混改，中国联通通过混合所有制改革将其国有比例降低到50%以下，即使是丧失绝对控股权，也要将杠杆比例降下来；第二是破产重组，典型代表是东北特钢重组，这说明未来我们不再搞刚性兑付，国有企业借款没有政府做担保，国有企业也会借钱还不上，其融资空间会受影响；第三是选取一部分优质资产搞债转股，四大资产管理公司积累了丰富的债转股的经验，除此之外，银行和地方资产管理公司也加入了债转股的行列。2018年国有企业降杠杆是重要任务，预计3年完成，即2018年、2019年和2020年要确定完成。

政府债务是以中央政府和地方政府为债务人的借款行为。2017年我国政府债务，包括中央政府债务和地方政府债务，占GDP的比重为36%，并不是很高的比重，我国的政府债务并不是很大的问题，但是潜在的政府债务要远远高于这个数字。我国的中央政府预算一直坚持赤字不超过GDP总量3%的原则，2018年赤字占GDP的比例为2.6%，这个原则使得我国的中央政府债务没有严重的问题，我国的潜在政府债务问题主要体现在地方政府上。2015年之前地方政府主要通过地方融资平台进行融资，这种融资名义上体现为企业债务，实际上是政府债务，我们称之为潜在政府债务，但是2015年之后地方融资平台被叫停了，2016年之后，又出现了两种新形式的潜在地方政府债务。第一是公共产品生产中的回购问题，有些公共产品可能是20年前生产的，但采取的是PPP（3P，政府和社会资本合作）形式，部分是需要政府回购的，这就构成了政府潜在的债务负担；第二是政府产业引导基金，政府产业引导

基金需要地方财政出资，有些甚至是向银行贷款出资，这就成了地方政府的潜在债务，目前政府产业引导基金规模已经超过了2.3万亿元。目前已经把地方政府债务问题放到了至关重要的地位，提出了终身追责机制，基础设施建设不能“寅吃卯粮”，继续扩大潜在政府债务。

我国的家庭债务、企业债务和政府债务3种类型的债务共占GDP的比重为250%，杠杆率相当高，而在几种债务类型中，企业债务尤其是国有企业债务问题首当其冲，这是问题的当务之急，同时也需要防止家庭债务过快上涨，抑制潜在地方政府债务。

治理金融乱象

金融乱象在不断扰乱金融市场，如果处理不当，将会引发金融风险。目前金融乱象主要由两方面因素导致，一方面是改革引起的金融乱象，改革本身的方向是正确的，但是配套措施不足，从而引发金融市场混乱，另一方面是新技术引起的金融乱象，新技术进入金融领域，产生了很多乱象。

改革引起金融乱象，并不是说改革本身是不对的，而主要是由于配套措施跟不上，典型的代表就是放开非银行金融机构。如果银行在整个金融系统所占比例过大，间接融资所占比例过高，整个社会的杠杆率就容易升高，为了解决这个问题，国家倡导放开非银行金融机构，包括各类投资公司、基金、保险公司等，但是相关的准入条件、法律法规和监管政策并没有跟上，导致乱象丛生。首先，放开各类投资公司，但是却没有严格的准入条件，有些公司只是名义上注册了公司，租住了店面，骗取资金后携款潜逃，尤其是以高利率来骗取投资，比如在银行定期存款年利率不到3%的情况下，一些P2P（个人对个人网络借款）平台却给出了10%以上，甚至20%以上的收益率承诺，事实证明这些商业模式是不可持续的，最终引发大量的“庞氏骗局”，e租宝案的惨淡收场就是此类骗局的典型案例。其次，对基金公司资金的来源监管不到位，导致一些“空手套白狼”的现象发生，一些基金公司通过银行借款进行投资，把银行的债权变成自己的股权，甚至去收购上市公司，并将股票质押，再去银行借款，这种商业模式也是不可持续的，2018年将开始清理。还有，保险公司的问题，股票市场之外的两大资金池，一个是银行，一个是保险，我国的银行已经处于相当成熟的状态，但是保险这个资金池的

发展尚不成熟，对其监管也不到位，于是一些保险公司开始利用保险资金进行虚假注资，转移保险资金至空壳公司等，安邦保险被接管就是由于这个原因。所以说，改革本身并没有错，只是由于配套的法律法规和监管措施没有跟上，而导致了金融乱象的产生，下一步就是要严格清理这些问题。

新技术引起金融乱象，也并不是新技术本身的问题，而是新技术被不恰当地运用，比如区块链技术的运用，应运而生的比特币和ICO（首次代币发行）等。区块链技术是一种计算机科学技术，其核心是去中心化，通过大量冗余数据的存储，以达到去中心化的目的，相对于人工智能对生产力的变革，区块链更像是对生产关系的变革，其对于未来经济的发展可能起到推动作用。但是基于区块链技术的比特币，是要将货币去中心化，这存在着巨大的问题：首先，比特币的数量不以实体经济的发展为转移，随着物质财富的扩大，其面临的通货紧缩问题无法克服；其次，有其他数字货币源源不断产生，比如莱特币、以太币、瑞波币等，比特币不能维持自己的独特性，其价值必然被不断出现的新的数字货币稀释，直至没有价值；再次，比特币的价值十分不稳定，不具有成为一种货币的基础，目前来看其投资属性大于货币属性；最后，比特币的去中心化将会让货币政策失效，而我们知道货币政策对于宏观经济的重要性。所以，我们认为比特币并不具有取代现行货币的基础，甚至不能成为货币的补充，充其量只是资本市场的高科技游戏。ICO是募集资金，相对于IPO出让股权来募集资金，ICO是出让初始产生的加密数字货币来募集资金，由于其基于区块链技术，具有去中心化的特征，ICO并没有严格的政府监管，这导致借ICO进行融资的活动大量涌现，投资炒作盛行，并涉嫌从事非法集资活动，所以2017年9月中国人民银行等七部委联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，全面叫停了ICO。新技术的发展会带来金融创新层出不穷，监管规则的出台肯定具有滞后性，这是未来我们需要防范的问题。

目前来看，金融乱象主要就是由于改革的配套措施没有跟上和新技术带来的金融创新引起的，这个如果没有处理好，将会严重扰乱金融市场秩序，引发资本市场“劣币驱逐良币”的现象，资本配置扭曲，所以未来要做好改革的配套措施，加强对金融创新的监管。

控制好货币政策和宏观审慎政策

十九大报告中提出要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，货币政策和宏观审慎政策是防范金融风险的重要宏观经济调节手段，如果这两个政策没有控制好，也将会成为引发金融风险的重要因素。

第一，控制好货币政策。

现在的货币政策目标是稳健中性的货币政策。过去，由于我们长期实行宽松的货币政策，货币供应量持续增加，2002年年末我国的货币供应量只有18万亿，2017年年末货币供应量达到167万亿，年均增长15.8%，而同期GDP年均增长13.7%，M2（广义货币）与GDP的比例由2002年年末的1.54增加至2017年年末的2.03。宽松的货币政策为经济发展提供了充足的货币供应量，刺激了经济在短期内的快速增长，但是宽松的货币政策在短期内有刺激投资、增加产出的作用，长期却只有通货膨胀效应，也就是说依赖于货币政策的刺激是不可持续的。在宽松货币政策刺激下，我们维持了高负债、高增长的模式，其实在这个过程中风险已经在积累，现在这个模式已经不可持续了，我们转向了稳健中性的货币政策，2017年年末M2增速为8.2%，比上年同期降了3.1个百分点，未来这个比例可能还会继续下降。市场中一些主体已经开始反映“钱荒”的问题，资金紧张，但是即使如此，货币政策应该也不会松动，否则金融风险就会进一步加剧，所以稳健中性的货币政策要控制好。

第二，宏观审慎政策。

宏观审慎政策的理论基础来源于一位西方非主流经济学家明斯基，他于1986年出版著作《稳住不稳定的经济》，其中就提及宏观审慎的理论，但是在当时并未为人所注意，直到2008年美国次贷危机爆发，其思想的正确性和实用性才被人们重视。宏观审慎政策主要强调两个要点：一是顺周期理论。经济发展在顺周期时，人们往往会忽视风险，不断借债加杠杆，盲目扩张，整个社会的杠杆率非常高，最终会导致全面性的资金链断裂，资不抵债，资产价值崩溃，金融危机爆发，这样的时间点被称为“明斯基时刻”，而那些在顺周期时为我们所忽视的，但最终引发严重影响的风险被称为“灰犀牛”。改革开放以来，我国经历了40年的高速发展，40年的顺周期集聚了大量的风险，现在经济中的杠杆率非常高，尤其是国企的杠杆率，我们当前要集中力量去杠杆，防止“明斯基时刻”的到来。二是防止市场之间的“传染病”。不同的市场之间是相互关联

的，当一个市场领域出现问题，就会通过很多渠道传染到其他市场，比如上下游企业的关系、资本市场与实体经济的关系、资金链上的关联等，如果各个市场的关联程度过高，那么一旦某个市场出现问题，将会导致整个市场的整体性波动，对经济造成严重的冲击，这是我们要极力避免的现象，所以需要在各个市场之间进行“隔断”。比如，如果房地产泡沫破灭，其很快会传染给银行，所以需要对房地产公司的土地使用权质押贷款和居民的房地产质押贷款做出新的规定，降低抵押贷款的比例，这样房价一旦暴跌，便不会传染给银行。股票市场也是这样，2018年3月实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》规定单只股票整体质押比例不超过50%，且单一证券公司、单一资管产品接受单只股票质押比例分别不得超过30%、15%，就是为了防止金融市场波动的传染性。所以，控制好宏观审慎政策有两方面的要求，一是在顺周期时不能盲目扩张，要控制好杠杆；二是不同市场之间要进行“隔断”，防止关联性过强，由某一市场波动导致“牵一发而动全身”的风险。

从我国当前的经济来看，控制好货币政策就是实行稳健中性的货币政策，控制好宏观审慎政策就是在顺周期时控制好杠杆，尤其是做好国有企业去杠杆工作，并且减弱市场之间的关联性和同步性，防止因某一领域的风险造成系统性金融风险。

总体来说，防范当前中国经济的金融风险，主要是做到抑制资产泡沫、稳住外汇、稳住债务、治理金融乱象，以及控制好货币政策和宏观审慎政策，做到以上五条，基本可以保证不会发生系统性金融风险。我们在强调防范金融风险的同时，也要强调另外两件事。

1.继续推进金融改革。

包括银行改革，推进利率市场化，完善银行的公司治理，放开民营银行等；放开非银行金融机构，包括各类投资公司、基金和保险公司等；外汇改革，推动汇率市场化和外汇买卖自由化；资本市场改革，建立多层次资本市场；扩大金融开放，允许国外资本控股本国金融机构等。

2.根据经济波动，适时纠正防范金融风险的政策。

任何政策的推行都是“双刃剑”，既有其有利的一面，也有其不利的

一面，政策执行过程中要根据现实经济的波动进行变通，比如一旦市场流动性过紧，造成了严重的经济损害，央行就需要采取适度宽松的货币政策，保证其流动性。所以说，我们在执行好防范金融风险政策的同时，也要继续推进金融改革，并且适时纠正防范金融风险的政策，这是避免系统性金融风险、促进经济健康发展的必要之策。

（本文是作者在2018年1月20日在北大后E论坛上的讲话录音整理稿。）

---

[1]十九大报告：《决胜全面建成小康社会　夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》，2017年10月18日。

[2]魏杰：《我国宏观经济与金融热点解析》，《财富监督》2017年第9期。

[3]冯晶、王强：《日本和美国房地产市场泡沫比较分析及其对中国的启示》，《东岳论丛》2012年第12期。

[4]李国平、宋昌耀：《雄安新区高质量发展的战略选择》，《改革》2018年第4期。

第二部分　中国经济进入全面调整期（2018—2020年）

中国经济处在调整期而非衰退期

很高兴与大家一起讨论2018年的中国经济，并从2018年来看中国未来几年的经济走势。大家知道，中国经济目前出现了一些较为复杂的情况，因而对中国经济要做出正确的预期与判断，这涉及我国决策的准确性。

6个现象导致经济下行压力较大

对于这个问题的讨论，首先要从现在中国经济的6个现象开始。自2018年3月开始，中国社会生活出现了6个很严重的现象。

第一，中小企业压力很大。

既有成本方面的压力，也有资金方面的压力。当然，反应最强烈的还是实体经济的压力，大部分企业都在反映企业非常难做。

第二，企业债务违约的情况越来越严重。

不少企业因为资金链断裂，到期无法还债，债务违约的情况非常严重。一开始是国有企业，后来发展到民营企业，最后是上市公司，竟然连上市公司债务违约的情况都非常多。这样一来，似乎债务链条的断裂成为越来越严重的趋势。

第三，非银行金融机构陆续出现了爆雷。

尤其是这些年形成的所谓新的金融业态，如互联网金融公司等，可以说，大量出现问题，尤其是这方面发展较快的城市，在7月份受影响

较大。

第四，股市出现非理性下滑。

原来我们估计经济增长放缓可能影响到股市下跌300个点左右，跌到2800点，结果没想到中美关税问题又使股市发生了300个点的下跌，跌到了2500点左右，可以说，股市出现了非理性下跌。

第五，投资人比较恐慌。

因为企业经营困难、利息低、股市跌、房价不稳等现象，人们不知道什么是安全性资产了，大家不清楚什么资产最安全，找不到安全性资产。也就是说，投资人之所以非常恐慌，就是因为不知道什么资产最安全，因为安全性资产就像一个衡量器的秤砣一样，一旦没有它的话，整个度量衡就失衡了，因而压力非常大。

第六，恐慌舆论导向的影响。

有关中国经济的各种传言及现象使得人们感到很迷茫，预期并不好。不知道中国往哪个方向走，非常迷茫，迷茫的现象到了10月之后便更加严重，有关移民之类的讨论，再度甚嚣尘上。

总之，从2018年3月开始出现的这6种社会经济现象，充分表明人们总体上对中国经济的未来不是太看好。预期是影响经济发展的重要因素，预期低下必然会导致经济下行的压力很大。

为什么会出现上述这6种现象，为什么人们总体上对未来预期不好？我们对此做了认真分析，分析的结果如下。

第一，中国经济的增长动力没有出问题。

无论从哪方面的指标来说，中国社会经济的增长动力都没有出什么问题。例如，中国人致富的欲望仍然很强烈，经济发展的动力还在，而且整个社会的致富冲动都很强劲。尤其越到基层，这种动力越强烈。也就是说，中国经济增长的动力还存在，人们对效益的追求，对美好生活向往的动力仍然很强劲。应该说，中国城市化与工业化还没有完成，由此产生的经济拉动仍然很强大，中国经济增长的底气还在。

第二，市场没有出现什么问题。

中国仍然是世界最大的单体市场之一，人口接近14亿，中产阶级达4亿多，而且比重还在提高，由此形成的市场需求强劲，没有出现所谓消费降级的情况。消费降级这个观点没有证据，有人仅仅因为榨菜卖多了，方便面卖多了就认为消费降级，没有证据支持，中国仍然是市场需求非常大的一个国家。4亿多中产阶层的多元化需求，仍然支持着需求强劲的中国市场。

第三，中国仍然是联合国公布的工业门类最齐全的国家。

按照联合国公布的工业门类，中国应该是最齐全的国家。没有出现因为劳动力成本上升而使一些制造业离开中国，最起码没有普遍出现这个现象。最典型的是东莞，东莞是中国最重要的家具制造地之一，我们发现家具企业仍然存在，他们通过自我调整消化了劳动力上升所带来的压力，所以中国工业门类仍然很齐全，零部件配套仍然很健全，这个没有发生变化。

第四，中国仍然是世界上交通设施最便利的国家之一，而且会越来越好。

这对物流，对产品突破运输压力有很大的好处，可以说，就是与一些发达国家相比，中国也仍然是交通设施最方便、最便捷的国家。物流便利化会助推经济的发展。

第五，最高决策层没有改变改革开放总趋向的意图。

虽然社会上有各种各样的说法，甚至有些“左”的传言很多，诸如什么民营经济离场论等论调传得神乎其神，但最高决策层没有任何要改变中国改革开放趋势的意图，没有任何证据说明他们有这个意图。

根据上述分析，我们认为中国经济的基本面没有出什么问题。既然基本面没有出问题，为什么会出现上述这6个现象？我们的分析结果表明，主要是5件事撞在了一起。这5件事，每一件都有负面因素，单个出现的话，对经济的影响不会太大，但5件事撞在一起之后就出现了巨大

的负面效果，即负面效应叠加。也就是说，这5件事中的每件所带来的负面因素叠加在一起，对经济产生了巨大的负面影响，其结果是带来的麻烦就大了一点，经济下行压力较大，人们有些恐慌与迷茫。也就是说，出现了负面效应叠加的冲击，负面效应叠加导致了上述6种现象的产生。

5件事导致负面效应叠加

第一，我们正在防范金融风险。

防范金融风险出台了很多政策，比如去杠杆，控制房地产，治理金融乱象等，这些做法都是对的，但我们要看到，这些做法都有双刃剑的作用，因而在实现防范金融风险的同时，都带来了一些负面效应。例如这些防范金融风险的政策导致企业资金链压力比较大，甚至有些企业出现资金链断裂。尤其是那些高负债、高增长的企业基本上就没法生存了，而它们和正常企业又有着各种各样的联系，这种关联导致正常负债的一些企业也没法运转了。大家知道，中国是一个长期靠高负债运转的国家，直接融资占的比例很小，企业基本上靠债务进行运作，可以说几十年都是这么走过来的。现在突然要去杠杆，要收缩债务，有的企业就无法适应了。

防范金融风险这件事是对的，问题是它所带来的负面效应也同时显现出来了。从经济学来讲，任何政策都是双刃剑，所以防范金融风险导致了一个重要压力，就是企业资金紧张情况比较严重。债务违约，资金链断裂，再加上操作中的一些粗暴的做法，例如盲目借贷等，结果使得情况更加严重。

第二，我们正在推进供给侧结构性改革。

供给侧结构性改革实际上就是结构调整。经济学界把人们的经济活动分为需求侧、供给侧。需求侧，包括投资需求、消费需求、出口等，这是需求侧。供给侧就是指生产侧，供给侧结构就是指产业结构，所以供给侧结构调整就是在调整产业结构，产业结构调整首先涉及支柱性产业的调整。支柱性产业，就是指对增长贡献排在前几位的产业。我国原有的支柱性产业像传统制造业、建筑业、房地产产业等已经很难继续支

持中国经济的增长了，因为它们陆续都出了问题。例如传统制造业严重产能过剩，我们提出去产能化；房地产泡沫正在形成，我们得抑制资产泡沫。这些产业虽然还会存在，但不能作为支柱性产业继续存在，要逐渐转为一般性产业。但是一个国家一定时期总是要有支柱性产业。因此中国需要新的支持增长的产业。

既然原有的支柱性产业无法支持中国经济的增长，那么哪些产业会成为支持我们经济增长的支柱性产业？我们提出了三大产业，一是战略性新兴产业，像新能源、新材料、生物工程、信息技术和移动互联网、节能环保、新能源汽车、人工智能、高端装备制造等。二是服务业，服务业将会成为重要的支持中国经济增长的产业。消费服务业、商务服务业、生产服务业、精神服务业等。三是现代制造业，像航天制造与航空器制造、高铁装备制造、数控机床制造、核电装备制造、特高压输变电的装备制造、现代船舶及海洋装备制造等，都会支持中国经济增长。

我们认识到这三大产业将会成为支持中国经济增长的支柱性产业，所以正在推动结构调整。但调整需要有一个过程，目前正处于调整的一个空档期，即：原有传统的支柱性产业贡献急速下降，而新的支柱性产业还没有起来，或者正在成长，还没有形成那么大的力量，从而出现了结构调整的空档期。这种空档期带来的负面影响就是增长回落的压力很大，增长稳不住，经济增速一直往下走。所以结构调整的空档期带来的负面效应，就是增长的回落压力很大，导致人们对未来的判断出现预期不太明确的现象。这是第二件事所带来的负面影响，即结构调整空档期导致增长速度回落压力比较大，人们有些茫然。

第三，中国正在进行新旧动能转换。

所谓新旧动能转换，就是指原来支持中国增长的主要是成本优势，但现在成本优势已经消失了，我们需要新的支持增长的动力。按道理讲，成本优势消失后应该由技术优势递补上来，也就是说，成本优势消失之后，要求技术优势能够很快成长起来，从而保证中国经济的持续增长。但现在的问题是技术优势的形成需要一个过程，技术创新不是一朝一夕的事，技术创新不可能很快形成新的增长动力，这就出现了所谓新旧动能转换的空档期。也就是说，原有的成本优势在丧失，而新的技术优势还没有出来，从而导致增长回落的压力比较大。新旧动能转换过程中出现的这种空档期，它的负面效应就是经济增长回落压力比较大，从

而导致人们的预期似乎不是太好。

第四，中国正在搞生态文明改革。

大家知道十九大报告和过去相比最大的不同点，就是提出了“五大改革”，经济、政治、文化、社会、生态。生态文明改革现在成了改革的“五大任务”之一，这说明我们正在推动生态文明的改革。生态文明改革无非两件事，一件事是要解决工业化、城市化过程中废水、废气的排放及固体垃圾的处理，这就要求提高企业的排放标准，因为环境水准提高必然要求企业提高排放标准，废水、废气、垃圾的排放标准都要提高。另外一件事，是生态环境的修复。生态环境修复对企业当然提出了很高的要求，比如长江经济带，3千米之内一律不准建工商类企业，过去建了怎么办，当然只能搬迁。我们在大江、大湖、大山、大海旁修建了许多工厂，现在必须搬迁。这无疑增加了企业的经营压力。总之，企业生态文明改革的压力很大，再加上我们在执法过程中有些粗暴，从而导致不少企业关门停产，这必然使得增长速度回落，增长压力非常大。生态文明改革导致企业无论是排放标准提高，还是搬迁，都会影响到现在的经济增长，从而出现经济增长速度回落压力比较大。

过去我们实际上是生态和环境为发展让路，只要有发展，别的都好办，发展是硬道理，现在是发展要为生态环境让路。原来只要发展都好办，对环境生态的影响并不受重视。现在大家看到国家已经明确要求发展必须为生态环境让路，保护生态环境是硬道理。原来一提大力发展长江经济带，大家以为要大开发，结果最后提出主要是保护，3千米之内一律不准建工商类企业，建了的都要搬，都要迁，其结果当然是经济增长回落，从而使得增长回落的压力比较大。过去我们要发展，现在要生态环境，这当然会使增长受到影响。

据新闻媒体报道，我们在银川的一个制药企业，它是许多制药企业的原料生产方，但因为生态问题被关掉了，结果导致以它的产品为原料的企业也遇到了问题。我专门去考察了。我一看就明白了，这涉及你到底想要什么，要增长就可以继续生产，要环境就得关掉。我们国家的大山的走势都是东西走向，只有一个是南北走向的，就是贺兰山，它挡住了沙漠，形成了银川平原，如果对环境放任不管的话，这个平原要不了多长时间就会消失。总之，我们要什么得搞清楚。现在很明显是要环境要生态，这样当然会在一段时间里导致增长速度回落、压力比较大。生

态文明改革的负面效应就是短期内会影响增长。

第五，处理中美贸易关系。

美国正处于经济上行期，对于近期中美贸易关系的变化，美国对中国出口美国产品加关税，引起了中国的反制，导致中美之间的关税摩擦。原来我们判断对中国的经济增长影响并不是太大，结果没有想到对人们的心理影响非常大，从而导致对经济增长的影响非常大。按道理来讲，我们计算过，若10年前中美贸易发生如今的变化，我们估计很难应对。2007年，我国当时的增长方式是出口导向型增长方式，2007年GDP总量是27万亿人民币，出口是9万亿人民币，进口是5万亿人民币。出口在GDP所占的比例差不多能达到30%以上，顺差额占GDP的11.3%，这两个数据表明中国是出口导向型国家。尤其是我们这种出口导向型战略的依赖国就是美国。后来2008年爆发了一场世界金融危机，这场危机使得中国清醒地认识到，像中国这么大经济体量的国家，不能把出口作为导向来发展经济，中国必须调整战略，走向内需拉动型增长方式。

我国自2008年开始转型，10年间成效显著。2017年我国的GDP总量是82万亿，出口15万亿，进口13万亿，出口占GDP总量的比例下降到15%左右，从30%下降到15%，下降了一半；顺差额在出口中所占的比重从11.3%下降到1.3%，这两个数据表明中国的增长方式确实调整过来了。我们计算了一下，假使美国一分钱也不让中国对美国出口了，对我们增长的影响大约是0.2～0.5个百分点，这个我们能消化得了。但没想到这件事对我们的心理影响非常大，例如只要美国前一天宣布加税，第二天中国股市就一定大跌，股民老问我，为什么受伤的总是我们，我们又没有出口，上市公司的出口量也不大，怎么老是影响股市？因为心理问题，股市是受心理影响最大的市场。

这种心理影响几乎导致对我们整个经济影响都较大。因为40年来中美经济关系一直比较平稳，虽然有过反复，但合作是主流，现在突然出现这个问题，人们对未来无法判断，很担心中美会不会走向冷战。要真走向冷战的话，中国经济当然就很麻烦了，所以心理影响非常大，人们很迷茫，预期比较差。

总之，上述的这5件事，每件事都有负面效应存在，这些负面效应单个出现的话好办，对我们的影响并没有太大的杀伤力，但结果是5件

事撞在了一起，负面效应也撞在了一起，就出现了经济学经常讲的一个概念，即负面效应叠加。它无限地放大了负面的影响力，从而导致中国经济从2018年3月到现在出现了增长下行压力极大的趋势，对我们的杀伤力巨大。

我们从上述分析可以得出结论，中国经济并没有进入衰退期，而是进入了调整期，要根据新的情况进行调整，这是一个重要的判断。因为从基本面上看，我国并没有进入衰退期，增长压力大的原因是5件事撞在了一起，出现了负面效应叠加，这标志中国经济实际上进入了调整期。我们估计调整期最少需要3年时间，2018年、2019年、2020年，需要3年的调整才能进入高质量发展阶段。高质量发展阶段不是口号，要真正转向高质量化增长，这3年将是调整期。调整期把这些负面的效应逐一解决之后，中国经济才能进入我们所期盼的高质量增长阶段。

调整期要做的3件事

如上所述，中国经济实际上并没有进入衰退期，而是进入了调整期。怎么调整？经讨论逐渐形成共识，我们认为大致要做好3件事。

稳金融

金融必须稳定，金融不能出现大起大落，所以调整期的第一件事是稳金融。大家知道一旦金融稳不住的话，调整期就很难度过。应该看到，近几十年来，经济危机大都表现为金融危机。原因是实体经济的发展是要靠金融支持的，金融一旦出现大起大落的话，整个经济就会大动荡。因此，若金融稳不住，可能这个调整期就会出现混乱，所以调整期要做的第一件事就是稳金融，金融必须稳住。

怎么样稳金融呢？要做好以下5件事。

第一，控制好货币政策。

金融的核心是货币，因而一定要控制好货币政策。控制好货币政策的目标就是一方面要防范金融风险，另一方面要保持增长对货币的需要，这两个方面必须结合在一起。从这个角度来看，控制好货币政策有3个关键要点。

1.坚持中性稳健的货币政策。如果货币政策再次走向宽松的话，那么金融风险就一定会爆发，不用质疑，一定会给我们再次形成金融风险的巨大压力，所以还得保持货币政策的中性稳健。保持中性稳健的一个重要的指标，就是货币供应量的增长速度要控制好。大家知道，货币供应量的增长速度可以简单地理解为生产货币的速度、货币发行的速度。因而这个数据必须控制好，因为这个数据反映了货币发行的情况。具体来说，中性稳健的货币政策的一个重要指标，就是货币供应量的增长速度必须与经济增速保持平衡才行，按照经济学原理来讲，GDP增长速度加上通胀率，再加一个参数应该就是货币供应量的增长速度。从这一条

来看，我们近期基本上控制好了，2018年9月货币增长速度8.3%，大家知道我们过去十几年这个数据都是在两位数以上，年平均17%左右，现在已经控制到个位数了，8.3%，那就是GDP 6.5%再加上通胀率2%，再加一个调整参数，就是它应该有的数据。一定要保证这个数据处于中性稳健，这个数据控制不好的话，金融风险压力会很大，因此，控制好货币政策的第一个要点就是保持货币政策中性稳健。

2.保证流动性能够满足经济增长的需要。从金融与实体经济的关系来看，企业生产经营活动的流动性必须能被满足，这叫流动性充足。从这一条看来，央行最近一直在调整，要保证流动性充足。怎么办呢？要动用很多货币政策工具，比如降准、公开市场业务等工具都要有效使用。2018年降准好几次，前几天央行又是逆回购1500亿，等于向市场又释放了1500亿流动性。总之，货币政策的一个重点，就是要保证流动性的充足，最近央行陆续调整货币政策工具的目的就是保证企业对资金的正常需求，实现流动性充足，这一条现在看来能够保持住。

3.货币政策传导机制必须顺畅。传导机制必须顺畅，比如货币政策要支持实体经济，支持民营经济，这是确定的目标，货币政策必须支持。货币政策意图怎么能够传导出去？这就要求保证货币政策的传导机制必须顺畅才行。比如最近为了支持民营经济，对银行的考核增加了一个新指标，就是比例控制。假定今年放贷100亿，必须保证40%贷向民营经济，有严格的考核指标。过去是口号，现在就是指标控制了，这就能够保证资金顺畅地流向民营经济。从现实状况来看，我们为了保证货币政策传导机制顺畅，就要做一些机制调整，目前调整最大的就是对银行贷款结构性进行比例控制，例如今年贷出去多少资金，有多少流向民营经济，要有数量要求。银保监会主席郭树清同志最近讲了，大银行最起码三分之一的贷款要流向民营经济，中小银行三分之二的贷款必须流向民营经济，5年后达到50%流向民营经济。这就是结构控制。这一控制能够保证货币政策传导机制顺畅。过去老讲支持民营经济，支持不了的原因就是因为传导机制有问题，传导不下去，现在必须使传导机制顺畅。再例如，现在为了支持实体经济，也要规定一下贷款比例，比如100亿贷款，其中90亿必须流向实体经济，非实体经济是10%，这才能叫支持实体经济。总之，对所有银行要用新的考核指标，新考核指标要达到一个重要的结果，就是传导机制顺畅——支持实体经济，支持民营经济。最近正在做调整，我估计过段时间后大家会普遍感觉到实体经济与民营经济确实得到支持了，因为传导机制做了调整，货币政策意图要

顺畅地传导下去。

总之，我们做的稳金融的第一件事，就是要控制好货币政策，主要是这3个点。坚持中性稳健的货币政策；保证流动性充足，能够满足企业对资金的需求；传导机制顺畅，能够实现既定目标，比如要支持实体经济，支持民营经济。这就是稳金融要做的第一件事，控制好货币政策。控制好货币政策主要有3个点：保持货币政策中性稳健；保证流动性充足；保证传导机制顺畅。这3条如果调整好的话，我们便能够实现稳金融的目的，这就是所谓稳金融要做的第一件事。

第二，调整去杠杆政策。

去杠杆政策没有错，因为我们杠杆确实很高。按照2018年第一季度公布的数据，政府负债占GDP总量的36.2%，这个数据偏低。偏低的原因不是弄虚作假，是因为有些政府负债没有统计进来，划到企业负债里了，例如开发区负债及地方融资平台负债，实际上是政府欠债，但因为负债的主体是企业，所以划到企业负债中了。二是企业负债是GDP总量的159%，这个数字偏高，企业负债没有这么多。高的原因是把两种政府负债划到企业负债里了，一个是开发区负债，一个是地方融资平台负债。将政府负债划入企业的原因是借债主体的性质确实是企业，如果去掉的话，企业真正负债是GDP总量130%左右，没有统计的那么高。三是个人负债占GDP总量的55.8%，大家知道，2015年年底我国个人负债是GDP总量的30%，2016年和2017年这两年急速上涨，现在到了55.8%。个人负债里主要是房贷和车贷，城市主要是房贷，农村主要是车贷，这两者导致个人负债的上升太快。虽然没有达到红色警戒线，但是上升太快。这3种债务加起来，使整个社会负债占GDP总量的250%，确实太高。有学者计算，当宏观负债上升到GDP总量的270%时，我国就会引爆一场严重的金融风险。因此2018年年初我们开始去杠杆，就是要降负债率。

从2018年上半年的经验和教训来看，去杠杆政策似乎有点太猛烈了，而且搞了个一刀切。结果是企业资金链紧张，甚至断裂，出现了大量债务现象，影响到经济的正常运行。因此，7月31日那一次政治局会议就提出要调整去杠杆政策，主要有两个调整。

1.控制好去杠杆的力度。力度不宜太大。去杠杆不能太猛，太猛的话企业受不了，要控制好力度。多大的力度控制叫控制好力度，具体是

什么意思，谁也没有正式讲过。到底降负债率具体降多少，才能称为控制好力度，谁也不清楚。我查了一下相关决策部门的信息，体会到所谓控制好力度，并不是指要在今年把杠杆降到正常水平，而是用3—5年的时间，先把杠杆率从250%降到200%，200%还是较高，三五年之后再继续降，再用两年时间降到正常水平，用七八年的时间才能把负债率降到正常水平。如果前3年从250%降到200%的话，去杠杆大约为40万亿，一年为13万亿左右。13万亿左右，企业承受得起，问题应该不会太大。这样一来，在力度上调整之后，大致就会保证既能防范金融风险，又能保证企业资金链不会断裂，保证企业对资金的正常需求。

2.要结构性去杠杆。这就是指不再搞一刀切了，例如民营经济杠杆率本来就不高，对他们就不要再讲所谓的去杠杆了。结构性去杠杆，谁的杠杆高就去谁的杠杆。杠杆率高主要有两个重点，一个是国有企业，一个是地方政府，这两个的杠杆率确实有点高。国有企业去杠杆和地方政府去杠杆成了结构性去杠杆的重点，国有企业去杠杆，我看了一下，2018年上半年大致上通过两条办法把国有企业新增杠杆控制住了，就是新一轮负债已经被控制住了。国务院发了一个严格的文件，所有国有企业负债必须要达到应有的标准才行，从央企开始。文件很严格，阻止了负债继续上升。另外一条就是提出来，我们不再搞刚性兑付了，国有企业债务，国家不再托底。过去是国家都赔，叫刚性兑付，因而人们认为给国有企业借钱没有问题，最后都能还回来，因为有国家托底。2018年上半年正式提出国家不再托底了，都是有限责任，所以给国有企业借钱，买国有企业债券都要悠着点，钱有可能就回不来了。现在不少国有企业最后处理过度负债的办法都是破产重组，因而好多钱等于打了水漂，回不来了，国家不再搞刚性兑付了。严格上讲，现在根本没有所谓的保本理财项目，因为都是有限责任。这种调整就导致国有企业新增负债速度已经被控制住了，现在是存量怎么办的问题，过去借的怎么办。对此，后来定了一个思路，就是国有企业债务存量的解决，也就是旧负债的解决要和国有企业改革结合起来。怎么结合呢？国有企业改革2018年有两个重点，一是确定主业，主业确定之后，非主业资产必须卖掉，必须变现。变现的钱不能用于新增投资，必须用来还债，通过非主业资产变现来还债。国企改革的第二个重点就是混合经济改革，要大规模推动混合经济，要大量吸纳非国有资本进入国有企业，这等于增加了国有企业的资本金比例。资本金份额做大了，债务份额做下来，等于债权变股权。最成功的就是联通混改，联通混改的一个重要结果，就是把联通负债降下来了。怎么降下来的呢？是以国家放弃对联通的绝对控制权为

代价降下来的，国家对联通没有绝对控股权了，因为非国有股份已经超过国有股份了，但通过混改把负债降下来。国企改革的推进，使得国有企业存量负债似乎有了不少回落。

另外一个是地方政府负债。对地方政府负责，现在已经把新增债务控制住了，2018年上半年“三条办法”很严厉。第一条办法是把开发区负债全部掐断了，一律不准开发区贷款。开发区负债是地方政府负债的重要通道，2018年上半年彻底掐断了，银行一律不准贷。我估计2019年开发区基本熄火了，原来就是靠贷款运作，一下被掐断了。二是清理PPP项目。地方政府现在负债的重要通道是3P项目，中央财政已经全面做了重新清理，3P项目清理之后等于把地方政府新增负债控制住了。三是中组部下了一个文件，对任何干部提升或调动都增加了一个新的考核指标——负债率是多少，不是看你GDP增长了多少，修了多少路，而是要查一下负债率是多少。负债率超标的就地免职，永不再用。最近罢免了几个县委书记，就是因为负债率严重超标，尤其是贫困县。这个指标把乌纱帽与负债率连在了一起，导致政府不敢再增加负债率了。这3条办法实际上把地方的新增负债控制住了，现在的问题主要是存量怎么办，过去借的怎么办。我去过一个地方，每年GDP总量只有10亿，但负债200亿，这怎么还？地方政府还债无非两条办法，一个是税收，一个是卖地。税收基本上无法还，因为不少地方政府的运转基本上靠中央转移支付。全国34个省级行政区，只有8个向中央交钱，别的都是靠中央转移支付来维持运转。你想想，在这种情况下，怎么还债。另外一个是卖地，现在不断出现土地流拍，无法靠卖地还了。我估计未来存量债务最麻烦的是地方债务这部分怎么办，这是一个大问题。

总有人问我，为什么我们偏爱央企，央企都处于产业的上游，收益很高，但效率却很低，为什么不能将这些经营活动交给民企，民企效率高。原因很简单，中央平衡各地财政就靠它的税收及利润，一年超过3万亿。因而它虽然效率很低，但钱交给国家了。民企效率是高的，但钱不是给国家了，甚至带着移民了。有人不理解，所以你要理解，我们是靠它平衡全国各地财政的。央企都处于产业上游，上游有较强的赢利能力。

地方负债是一个大问题。结构性去杠杆，我估计国企这部分还可以落实，但地方政府还债基本上现在还没有落实，当然，发达地区没有问题，例如杭州和南京没有问题，但很多欠发达地方是有问题的，有问题

的比没有问题的多，所以地方负债是一个很难办的事情，但是要慢慢解决它。2018年11月政治局会议没有再提去杠杆了，我估计去杠杆政策在未来要做一点新的调整。把去杠杆转向稳杠杆，原因是什么呢？是2018年去杠杆的目的差不多达到了，今年去杠杆力度很大，差不多已经完成指标了，再加之最近经济下行，压力大，估计将逐渐转向稳杠杆。先稳住，别着急，先稳一段时间，让增长有所恢复再说。将去杠杆政策转向稳杠杆，可能是下一步的调整方向。

要调整好去杠杆政策，大家看到2018年已经有两次调整了，7月31日是第一次，提出控制好去杠杆力度，结构性去杠杆，不搞一刀切。去杠杆任务不是一年两年能完成的，是一个过程，未来一段时间，去杠杆要走向稳杠杆，这是对的，因为我们要保证金融稳定，金融不能出现大起大落，所以要走向稳杠杆，适当把杠杆稳定在目前状态下。

我看了一下数据，到2018年8月底，杠杆率已经从250%降到242%，这是8月底的数据。说明差不多今年实现了把杠杆上升势头控制住的目的，在这个条件下应该逐渐稳一段时间才行，不宜过猛过快，要转向稳杠杆。12月份以后，人们会感到资金紧张的情况逐渐得以缓解，整个社会资金需求紧张的情况将会得以缓解，应该不会有太大问题。这就是稳金融要做的第二件事，随时调整和控制去杠杆政策，既保证防范金融风险，也要保证经济增长正常进行，这是稳金融要做的第二件事。

第三，稳外汇。

外汇必须稳住，外汇不稳，本币就不稳，本币不稳当然金融就稳不住。大家注意2018年11月9日中国人民银行正式公布了第三季度货币政策报告，在第二季度政策报告中关于外汇有一个提法，“更加注意市场的调节作用”。这次变了，这次很明显强调，更加注意国家对外汇的调控作用，这是再一次告诉大家外汇不能出事。稳外汇这件事看来已经基本确定下来了。上一个季度货币政策报告还在强调市场作用，这个季度的货币政策报告就明显强调国家的作用，就说明稳外汇是稳金融的重要因素，外汇一旦出问题本币就出问题了，就像度量衡失去秤砣一样，等于整个社会的秤砣就不见了，出现大动荡。稳金融的关键是要稳外汇，昨天公布的央行货币政策报告再一次强调稳外汇的重要性，而且强调国家要在这方面发挥应有的作用。

怎么稳外汇呢？有两个指标。

1.人民币不能持续贬值，这是一个重要指标。有人曾经问我人民币不能持续贬值这句话的具体含义是什么，多少叫持续贬值，多少叫不持续贬值。我认为，有一个数量，从现在来看就是不能破7，这可能是一个指标。大家注意，2018年有两次即将破7，一个是8月21日，一个是前几天，前几天即也将破7，但即将破7的两小时之后立刻反弹回来了，一定是中国人民银行开展了市场操作。央行副行长再次向世界宣布，你们想做空人民币的人悠着点，咱们不是没有交过手，交手都是以你们的失败告终。从目前状况来看，不能持续贬值的意思就是指不能破7。因为连续两次即将破7，最后都反弹回来了，说明决策者表明，不能持续贬值就是指不能破7，这是一个指标。

2.外汇储备量不能持续减少。多少叫减少，多少叫不能持续减少？看来这个数字很明确，就是3万亿，3万亿是底线。2018年10月底已经到了30500多亿，9月份下降得很厉害，一下子掉了200多亿，有人担心3万亿能否守住。我估计3万亿是一个标底，不能低于3万亿。

上述可见，稳外汇有两个指标，一个是人民币不能持续贬值，一个是外汇量不能持续减少。

怎么实现呢？有4个办法。

1.控制个人海外投资。

应该说，外汇改革中已经放开的项目会继续坚持的，比如一张身份证一年可以买5万美金，出国求学的学费与生活费这些都会放开，不会停止了。但没有改革的用汇项目可能暂时停止了，对个人来讲，3项海外投资基本上全面叫停了：一个是海外不动产投资，这个实际上并没有放开过，因而钱出去基本不是正道，要么走地下钱庄，要么搞虚假贸易账户，要么是人带出去。过去是个灰色地带，现在对不起，更严了，买了的千万别张扬，要查的话，资金通道都有问题；另一个是海外证券投资，例如在美国市场买美国股票，曾经讨论过要不要放开，现在告诉大家，不放，停止了；还有一个是海外投资型保险投资，也全面叫停了，我们放开的是消费型保险。以上3项个人海外投资基本上不讨论放开的问题了，不动产投资、证券投资、投资型保险投资基本上收紧了，因为要稳外汇。

过去海外用银行卡提现没有限制，现在一个人一年是10万人民币，

有限制了。而且最近还推出了很绝的一招，远期外汇交易风险准备金率从0提高到20%，银行要卖100美元的话，要向央行交20元风险准备金。最近通过调研，我发现现在就是放开的项目也不太好办了，例如按规定买外汇时银行总是找各种托词，不会及时卖给你。一个人可以买5万美元是法定的，但银行老有各种托词，实际都标志着一个信号，外汇收紧，因为要稳住外汇。总之，收紧个人外汇，是稳外汇的一个办法。

2.控制企业海外并购。

企业技术类海外并购继续支持，没有问题，要多少外汇给多少外汇，但非技术类已全面叫停，2017年的政策还是严格审查，今年要全面叫停了。发改委正式发文，6大非技术类海外并购一律不批准了，例如海外买影院、酒庄、俱乐部等全面叫停，去年是严格审查，今年是全面叫停。尤其还放出风来，说过去在海外买了这些东西的企业和个人，把外汇怎么倒腾出去的，现在再怎么倒腾回来。现在好多人都在海外卖这些东西，要把外汇倒腾回来。最近公布了改革开放40年来的100位优秀人物，几乎前几年在海外买买买的企业家都没有。这些实际上就是告诉大家，外汇全面收紧了。企业海外并购，技术并购继续支持，非技术类全面叫停。

3.调节好“一带一路”投资。

“一带一路”投资要用外汇，会增加外汇需求，因而这种投资将使用人民币投资，不再动用外汇储备了。“一带一路”投资未来将全面使用人民币投资，不再动用外汇储备了，因为要稳住外汇。实际用人民币投资是一箭双雕，一方面减少外汇储备，一方面推动人民币国际化。这样一来就对稳外汇有意义，“一带一路”我们是投资主导方，有权力决定用什么样的货币来投资，这没有问题。估计“一带一路”未来将更多地用人民币投资，减少外汇消耗，稳住外汇。

4.在资本项目中做更多运作。

大家知道，外汇进入中国有两个通道，一个是贸易项目，一个是资本项目。现在贸易项目顺差收窄，外汇进来速度在放慢，那么要保持稳定外汇的话，就得要在资本项目下运作才行，估计下一步会在资本项目上加大运作的力度。比如最近在香港发行了50亿元人民币的国债，调节

了香港美元和人民币的供求关系，稳住了人民币的离岸价格，对稳定外汇有意义。如果是发50亿美元国债，等于外汇储备增加50亿。现在国际上好多投资者对中国是长久看好的，有的国家及个人愿意来买中国国债。发人民币国债，稳定离岸价格，稳汇率，发50亿美元的话等于外汇储备增加。总之，下一步国家会在资本项目上频繁运作，一定会调整有关政策，因为要稳住外汇。贸易项目下，因为所谓美国和中国的关税战，影响了中国的出口，所以顺差在收窄，但资本项目还可以运作。

尤其中国在相关方面还有一些大的动作，例如2018年4月，我们在上海成立石油期货交易所，明确宣布上海石油期货交易所交易的货币是人民币，人民币和石油挂钩了。过去是美元和石油挂钩，大家知道，我们这样做是从中国的实际出发的，因为中国是世界第一大用油国，为了规避外汇风险，应该这样做，但美国却认为我们这样做等于捅了它一刀子，挑战其金融话语权。现在世界三大石油期货交易所，伦敦、纽约、上海，上海交易已经不用美元了，正式宣布产油国在我们这里卖石油之后拿了人民币，便可以在中国上海黄金所买黄金，人民币与黄金挂钩了。世界发现中国有这么多黄金储备，我们是世界最大的黄金储备国之一，这样一来就可以支持外汇的稳定。实际上很多人对上海石油期货交易所认识不足，不知道是什么意思，实际这是一个重大的中国决策。我们把诸如此类的决策推出来之后，应该讲外汇基本上能够稳定住，大家不用太担心。

总体来讲，稳外汇就是上述这4条办法，外汇应该能稳住。只要外汇能稳住，只要这个“秤砣”不会出事，我国就不会出现太大的金融波动。稳金融的第三条，稳外汇，大致情况就是这样，这是稳金融要做的第三件事。

第四，稳股市。

股市必须稳住，过去对这个事情的认识似乎还不是太足，现在意识到资本市场必须要稳住，要想办法稳住资本市场。2018年股市跌到不能再跌了，严重影响了金融稳定。

怎么稳资本市场呢？有3条办法。

1.提高上市公司质量。上市公司质量不高的话，没有人敢买你的股票，所以要提高上市公司质量。凡是与提高上市公司质量有关的重组并

购都可以放开，只要能提高上市公司质量，就可以推动各类重组并购。

2.减少行政对股市的干预。监管部门不要干预股市交易，只要做好一件事，就是保证信息公开透明与及时，信息的公开、透明与及时是关键。

3.推动中长期资金入市。中国股市不稳定是因为没有中长期资金支持，所以像社保基金、保险基金等都可以入市，下一步通过推动这种中长期资金进入股市来解决股市不稳定的问题。

这3条如果能做到的话，应该能稳住资本市场。

当然，股市的稳定最关键是靠改革。最近股市好像一直在跌，最近又跌到2600点以下。我估计与一件事情有关，就是在上海宣布上交所增加一个新的板块，即科创板，而且要搞注册制。这是好事，既是改革，又推动技术创新，科创板对中国技术创新募集资金有好处，而且注册制是股市改革的重要举措，本来是好事，但股市却下跌了，此事给股民的印象是要扩容了，所以股市往下跌。由此可见，大家应该明白股市的问题很复杂，应该说，科创板这条基本对策是没有问题的。但因为人们对股市的判断有偏差，股市会受股民心理作用的影响，因而本来是好事，没有想到一公布反而股市就跌了。原因是人们觉得要扩容，一旦扩容就可能会使股价上不来。

本来是两项改革都在这里，一个是推动科技版正常融资，一个是把审核制变为注册制。既是科学创新改革，也是体制改革。结果没有想到这个好消息有负面成分，这个负面成分导致股市跌了，人们可能有一个认识过程，科创板的做法是对的，没有错。实际都是在保证上市公司质量的提高，我们放开科创板和注册制就是提高上市公司的质量，让好企业容易上市，但短期给人的印象是扩容，所以导致股市下跌，这很正常，没有什么问题。

从近期有关股市的信息可以看出来，决策层把稳定股市提到重要议事日程上来了，最近讲得很清楚，股市必须稳定。股市不稳定，金融就稳定不了，所以下一步稳金融的重要内容就是要稳股市。这次上交所科创板的宣布一事，我觉得应该是利好消息，结果变成利空了，原因是人们的认识需要一个过程，总体来讲是要稳定股市的，这是稳金融要做的第四件事。

第五，防止资产泡沫破灭。

这件事的提出，就是指房地产是个大问题了，未来考验我们能不能稳定金融的关键是房地产。过去房价上升很快我们有办法，中长期、中短期的对策都有，已经有防止房价上涨的对策。但万一房价大跌怎么办，房价既不能涨得太快，也不能跌得太快。房价跌得太快，等于泡沫就破了，破了也不行。

2018年有两类金融机构应该是基本出清了，一是非银行金融机构，该爆的都爆完了，二是股市已经跌到最低点。这实际上是表明分散性金融风险已经爆发了，不过不是系统性而已。系统性的关键是银行这类金融机构，我国银行现在没什么事。虽然非银行金融机构和股市已经出清了，但是银行绝对不能出事，它要出事就是整个系统性金融风险爆发了。银行不能出事的前提是房地产不能出事，这是重大问题。

未来我们遇到的稳金融的最主要问题可能是房地产问题，最近房价开始回落了，北京二手房价格回到了2016年的水平。如果再往回落的话，落到什么程度才能够稳住金融，值得我们研究。明年稳金融是主要问题，主要是房价大跌怎么办。房价不能大跌，因为，首先，中国人财富的65%是房产，这就等于所有人的财富要缩水；其次，现在我国的信用关系基本建立在现在房价的基础上，一旦大跌会不会导致整个信用链条断裂？尤其应该看到，现在很多金融机构与上市公司都有房产，像上市公司，他们将房产资金控制在1万亿左右，如果暴跌的话将是什么结局，后果将不堪设想。明年对于中国来讲，房地产是一个重大的压力，可能稳金融的核心是房地产问题。如果房价能稳住，能渡过房地产可能引发的这个难关的话，2020年稳金融问题就会轻松一点。

现在看来，下一步最大的问题是关于房地产的问题。我们能不能稳住，涉及金融稳定问题。房价上升太快不行，但下跌太快也不行。应该在什么状态下稳住，值得我们研究。从国际经验来看，像美国、日本，不知大家是否注意到，每次金融风险引爆的源头都是房地产。美国上次引爆2008年金融风险的背后是什么，就是房地产的次贷危机，是房地产引爆了整个金融危机。对中国来讲，下一步的重要问题，是房地产能不能稳住。稳不住的话，可能麻烦就大一点。明年稳金融的核心问题是房地产问题，房价的下行能不能保持在我们可承受的范围内，是一个关键问题。而且现在看来，有些市场问题不是我们想象的那么规范，一旦出现连锁反应就非常麻烦了。

北京的房地产现在似乎有个趋势，二手房有价无市。挂牌价格虽然高，但最后交易时都必须降价。2018年3月以后，我在北京一个中介机构上了10天班，因为你不能只看统计资料，还要体验一下，要观察一下房屋买卖者的心态是什么样的。当时我就发现一套房子总价格在300万到500万，就会有流动性，而且绝大部分是刚需。一旦上千万，流动性就很差了，一上三四千万就基本没有流动性。有一天，一位先生要卖奥运村边上的一套房子，面积比较大，挂牌价格3500万，挂了半年没有人问，很着急。那天他专门来到中介机构，刚好碰到我，我就跟他聊了下。这时来了两位看房者，他特别热情地告诉人家说，我这房是精装修，而且没有住过，可以拎包入住，如果一次性付款的话可以打折，3000万怎么样。那两位先生听完之后来了一句，老兄，我们不是缺那500万，而是缺3000万！

这就让我注意到一个问题，这些高价房谁接盘。大家思考一下，这是个大问题。明年如果出现房价回落太快的话，一些房地产政策就要缓步推出了，比如房地产税，就不能那么着急了。太着急会加速房价下跌，加速下跌的结果是不利于稳定金融。明年和今年一样，有些政策，像去杠杆政策，今年我们发现问题就赶快调整。房地产政策也一样，一旦发现不对，就得马上调整。调整期，就是要随时调整的意思。没有一个政策是固定不变的，不能不顾现实一直坚持。明年的关键可能是稳住房地产，这是个大事。房地产能稳住，才能稳金融。房地产稳不住的话，金融就稳不住。

在座的诸位中有多套房子的人，建议你们要关注这个问题，因为有时市场的力量是控制不住的。未来的关键问题，或者说稳金融的核心，是房地产能不能稳住，这是个大问题。今年考验我们的是非银行金融机构基本爆雷，是股市的非理性下跌，我们经受住了考验，我们感悟到明年的关键，稳金融的核心是房地产问题。

总体来讲，我们在调整期要做的第一件事，就是稳金融，大致是这5件事。这5件事做好了，金融才能稳住，调整期才能度过。金融稳不住，调整期走不过来，就无法走向高质量增长阶段。

稳增长

增长的势头不能出现太多下滑，一旦出现太多的下滑，可能就会影响到整个经济生活乃至社会情绪。

怎么稳增长呢？大致上要做这样几件事。

第一，财政政策要更加积极。

因为货币政策就像上述所说，在把防范风险作为重要目标的前提下，它对于稳增长的运作空间实际上是有限的，我们要坚持货币政策的基本走势，就是要保持稳健中性，不能走向宽松。这样一来，稳增长的重要政策就是财政政策，财政政策要更加积极。财政政策更加积极无非两条措施。

1.减税费。2017年我们减税，确实是减了，但上次减税有一个问题，就是所有房地产企业减了四分之一的税，制造企业没有减，因而大家非常有意见，一方面是政府减那么多税，但结果是企业没有感觉，因为操作上有问题。房地产企业基本上都减了四分之一的税，你问房地产企业，他们都很高兴，但是制造业基本没有减，我们要吸取这个教训。据说最近有一个减税文件正在会签，要把增值税由现在的3个档次合为两个档次，总体性下降一个点。一个点，在两税合并之后降一个点应该挺大的，因而这个文件如果出台的话，影响会很大。据说昨天税务局长们已经开会讨论了，正在讨论更大规模的减税，增值税要做大调整。这样一来，可能对企业减负是有好处的，这次可能降得比较大，可能让所有企业都会真正感觉到减税了。因为9月税收的增长只有6%，低于GDP增长。上次减税没有减到应该减的方向上，这次减税的力度可能比较大。另一个是减费。“减少的费用”包括保障性费用与生产性费用，这次明确这两种费都要减。在费的问题上，最近提出征收机构要变了，大家有些担心，会不会因为征收机构的改变而加重缴费，但国务院明确指出，虽然征收机构变了，不但不会增加费，还会减少。

税费减免在年底的经济工作会议上会正式宣布，因而一个重要的变动是减税费，要让大家真正感觉到在减税费。总之，财政政策的一个积极的办法是减税费，而且这次的力度要大，让所有人感觉到是真的减税费了。

2.加大财政投资。财政投资不能搞生产经营性投资，只能搞基础设施和民生的投资。基础设施和民生的投资今年进一步加大了，明年可能

也会进一步加大。基础设施建设的投资和民生投资在明年国家预算中的力度会比较大，这样一来可增加整个社会的投资对经济的刺激作用。

明年上半年一个是减税，一个是增加财政投资，这两项一旦运作的话，对稳增长将有很强的意义。从稳增长来看，我们不这样做已经不行了，必须这样做。这是稳增长的一条，财政政策将更加积极。我看最近决策层在不断调研，不断讨论，而且在讨论就此涉及的各个层面的问题，经济工作会议应该会宣布这些重大决定。总之，对于明年稳增长的作用上，财政政策会有很大的作用。

第二，加速结构调整。

结构调整必须加速，原来我们预见的3个支柱性产业要加速推进。

1.战略性新兴产业。

有8个要点，新能源、新材料、生命生物工程、节能环保、信息技术和移动互联网、新能源汽车、人工智能、高端装备制造，这8个要点必须加速推进。推进过程中一方面要释放市场力量，另一方面还要加速国家对这些产业的扶持和推动。像人工智能，中国未来要站在世界第一梯队里。凡是那些在市场上做得好的企业，国家要扶持，国家可以拿钱进行投资，投到一定程度，当完成了启动阶段后，国家再撤出来。像腾讯做医疗影像不错，确实不错，怎么办，国家应加大投资。现在腾讯的技术把人的五脏六腑都拍得清清楚楚，以后看病都不一定见医生了，将照片传过去就行。原来我们估计科大讯飞会在语音人工智能上有突破，结果最近负面东西太多。实际上它在这方面还是有很大进步的，要想办法尽快推动。凡是在这些方面已经看到有技术突破的，国家应该再推一把，让它尽量能够完成初始阶段，我们要实现战略性新兴产业的快速发展。

最近我在调研中发现，我们在战略性新兴产业方面确实进步蛮大的。依据这8个要点，我分别跑了一些企业，一共跑了48家企业。我发现在战略性新兴产业方面，这几年的进步确实很大。我估计再有3年左右的时间，这8个要点上就会经常冒出一些好的企业，可能会释放很强的增长力。我们要加快战略性新兴产业的推动，不能再等了。要尽量缩短这个调整期，让他们对稳增长尽量释放强作用。

2.服务业，这个产业要尽快加速推进。

服务业包括消费服务、商务服务、生产服务及精神服务。服务业以人口为基数，我国有近14亿人，服务业的体量是很大的。

在这里谈一个有关消费服务业的例子。大家知道，养老消费是消费服务业的重要内容，随着我国老龄化的到来，养老服务需求极大。前几个月我去看一位老师，91岁了，我是他的第一个研究生，大弟子，但是他不认识我了。一见面问我是谁，刚讲完过了两分钟，又问你是谁啊。他儿子告诉我，老先生成了老年失忆症患者了，没法家庭养老，不认识亲人了。他儿子告诉我他曾经雇了3个保姆，最后发现3个保姆把老先生捆在椅子上自己玩去了，可见，机构养老是很重要的。我在日本学习的时候，我的一位朋友的母亲75岁就是老年失忆症患者，90岁才去世的。这15年她是在哪儿生活的？在日本托老所生活。日本有两个机构很大，一个是幼稚园，一个是托老所。他曾经领我去看过他母亲，我才知道这15年他母亲都是在托老所度过，而且过得非常幸福。因为日本的托老所分得很细，其中一个部就是老年失忆症患者部，住的就是这些人。我专门看了一下，这个部的副部长告诉我，在老年失忆症患者部工作的人，最低学历是心理系本科毕业的，否则无法在这里工作。因为这些老年失忆症患者经常会讲莫名其妙的事，要正确应对才行。他讲了几个故事，一天刚从办公室出来，碰到一个老年失忆症患者，说自己中大奖了，两个亿。他马上回应说这件事他知道，确实中了两个亿，中的号码是多少，告诉这个老人说这两个亿已帮他在银行存好了，密码是多少多少，结果患者就很高兴。要是说没有，他就要砸东西，所以要应对。他说这些人每天傍晚都很烦躁，那么每天傍晚就要编故事。有一天中午新闻联播播了一个消息，说日本首相要到他们的城市来了，因此工作人员傍晚就宣布了一个消息，说明天日本首相要来看大家了，结果大家早早上床休息了，其实第二天他们就忘了这件事。他们有时候不愿意去打针，结果告诉他们这个医院是他们创办的，要自己去体验一下，他们便会整齐地排队打针去了。

由此可见，养老产业有很高的价值，而且回报其实也很高。美国人一就业就开始交养老基金，一辈子为养老这个事情奋斗，其实是为了未来。中国进入老龄化社会了，这会带来一个很重要需求，养老需求，很大的市场。现在我们讨论的养老保障制度是政府要做的事，而养老消费则是个产业，不是养老保障，是产业的问题。总之，这些服务都有巨大

的需求，建议大家一定要关注这些服务业。我估计像服务业，无论哪种服务业，未来在中国都有很大的前途，因为它是以人口为基数的。中国接近14亿人，所以服务业市场在中国未来对于增长的贡献将是巨大的。

3.现代制造业。

制造业分两种，一种叫传统制造业，一种叫现代制造业，怎么划分？不是谁现代，谁不现代，而是按照它们生产的产品的社会性质划分的，凡是生产私人产品的都叫传统制造业，汽车为什么划为传统制造业，因为它生产私人产品；相反，凡是生产公共产品的都叫现代制造业，因而不是谁现代谁不现代，而是按照所生产的产品的社会性质划分的。我们国家私人产品严重过剩，像生产吃穿用之类的产业严重过剩，传统产品严重过剩，因而传统制造业的增长空间就有限了，但公共产品严重短缺，所以生产公共产品的现代制造业就成为一个大力发展的方向，我们要大力发展现代制造业。

怎么发展呢？定了5个重点，一是航天器制造和航空器制造，航天器就是卫星，航空器就是大飞机。二是高铁装备制造，这是一个重点，中国市场巨大，而且完成了所有的技术创新。三是核电装备制造，中国新能源未来发展的重点是核电，2030年发电总量中的33%将会来自核电，核电装备是重要的发展方向。四是特高压输变电装备的制造，中国现在在改造电网，利用特高压输变电技术，特高压技术能把电能传到5000千米之外，而且时间最短，耗电量最低，属于电力传输的高速路，因此特高压输变电装备就列为重点。五是现代船舶制造和海洋装备制造，中国要建立世界一流的远洋海军，支持远洋海军重要的工业部门就是现代船舶制造与海洋装备制造。

总体来讲，现代制造业目前定了这样5个重点，要加速推动。一旦启动起来，对我们增长的贡献是巨大的。

从上述分析可以看到，加快结构调整主要是大力发展上述3个产业，一是战略新兴产业，二是服务业，三是现代制造业。在一次研讨会上，有些民营企业问，除了服务业似乎与我们有关，别的似乎都与我们不相干，我们都干不了。错了，实际上民营企业都可以参与其中的。最近讨论国有和民营的关系时，大家认为它们应该各行其责，例如从产业结构上看，它们之间的关系有两个特征未来会很明显，一个是基础性产

业，应该由国有企业完成。比如非竞争性的，投资量很大，投资期很长，例如大飞机发动机，个人投不了的，回报率短期内回不来，不知道什么时候才能成功。反之，充分竞争，投资量不大且回报期较短的产业，应该由民营企业投资，民营企业偏向于充分竞争产业。同时，从产业内部分工上看，民营和国有又要实行分工协作，例如，现代制造业未来的方向就是它们实行分工协作。一架飞机的零部件有600多万个，民营企业难道就不能搞一些零部件生产吗？未来一定会走向分工协作。像上海商用飞机集团就干一件事，设计和组装，所有零部件都是招标采购，民营企业当然可以参与其中。高铁那么多零部件，除了底盘是中车（中国中车集团有限公司）控制之外，别的都是招标的，民营企业还不能一起参与进来？

如果从经济结构上看，民营企业与国有企业的关系有两个：一个是产业之间的分工协作，各行其责；另一个是产业内部的分工协作，如通过零部件配套来完成。因此，未来民营企业和国有企业有重要分工，这就是国家可能主要做基础性产业或投资量很大的产业，而民营经济做充分竞争的产业诸如消费品生产，同时，在产业内搞分工协作，通过零部件配套完成。这样一来，对民营企业和国有企业的产业布局就将越来越清晰，大家都有事干了。不是民营企业没有事干，而是有好多事要干。大家想想，船舶制造涉及那么多产业，民营企业还不能做一些零部件？我的一个女学生，她给现代船舶做零部件配套。一个女学生办这么“重”的企业，其实就是零部件配套，分工协作。未来民营企业、国有企业在产业上分工，同时在一个产业内部也实现分工，各自发挥自己的优势和特长，从而推动经济增长。

总之，以上这3个产业，我们应该加速推动，将有巨大意义。我估计中国会缩短结构调整期，可能下一步在政策和资金支持上会进一步缩短这个过程，尽量推动结构调整，能够尽快让有助于中国经济增长的企业上市。近期国务院连开了好几次座谈会，实际就是想加速缩短调整期。只有调整期缩短，才对稳增长有意义，而且中国在世界产业链中处于非常优势的地位。近些年发达国家都在搞创意经济，搞了半天才发现创意只有在中国才能落地。苹果手机在美国怎么都生产不出来，在中国就没有问题，因为中国所有配套的零部件都有。同时，我们比发展中国家又高一个层次，所以我们在世界整个产业链上处于优势地位，因此必须加速推动结构调整，这是稳增长的第二件事。

第三，技术创新。

我们的短板是技术不行，一个重要的约束条件就是技术，例如一个芯片都弄得我们没有办法。大家知道，我们每年进口芯片的钱是4000多亿美元，和进口石油的钱一样多。我们最大的短板是技术，技术创新必须加速。而且不能再喊口号了，要踏实地干。应该明白企业要做什么，国家要做什么，得搞清楚。技术创新的一个重要平台就是要有现代化的实验室，没有现代化的实验室，谁也不可能搞技术创新，这不是喊口号。这个只靠企业不行，国家必须出手，要建立现代化实验室体系为企业服务。

最近这个动作已经开始了，例如北京要建立三大科学城，怀柔科学城、未来科学城、中关村科学城，建成后向所有民营企业开放，有的免费，有的收费，都对企业开放，因为企业离开这个平台就没法搞技术创新，没地方做实验，实验室应由国家提供，国家要构建实验室经济了。杭州成立了西湖大学，西湖大学只设3个专业，生物生命工程、人工智能、互联网，不设别的专业，从博士开始。博士的重要工作地点是实验室，没有实验室怎么搞博士论文？博士就是整天在实验室干活的，例如生命生物工程方面有的博士生的工作就是养细菌，不然怎么搞生命工程？西湖大学实验室，再加上浙大实验室与阿里巴巴实验室，形成之江实验室经济体系。没有实验室这个平台，任何企业都没法搞技术创新。

再例如医药企业，国家得提供大量实验室，为企业服务。企业在这儿做实验有的就是免费的，最终主要是为企业提供服务，这样的技术创新必须加速。美国技术创新厉害的原因就是有庞大的实验室经济，为整个社会提供平台。这种实验经济供社会所用，所以美国才能获得那么多诺贝尔奖。我们缺乏这种平台，国家必须组建。现在思路基本清晰了，差不多三五年时间就能显现出这方面的成绩了。总之，要加大技术创新的推动，这是很重要的一环。

第四，必须深化改革。

我们的改革已经搞了40年了，不能像过去那样搞了，要在40年改革的基础上改革。其中重要的一点是民营经济必须加快改革，例如，如果不保障民营经济的个人安全和财产安全，那怎么行？过去大家都是无产者，现在这么多人都成为有产者，有产了当然担心自己的财产安全和人身安全问题，因而必须解决民营企业的问题，这是重要的改革。如果不

保证人身安全和财产安全，富人都移民了，怎么搞经济。

当然，富人也别移民了，因为出去后才发现还是中国的市场大，当然，我们必须要保证人身与财产安全。中国最大的问题就是要保证私人产权，保证人身安全。我估计下一步对民营经济从业者的人身安全和财富安全保证将更加关注，我们要做3件事：一是凡是不具有司法权的政府行政机构一律不能查封私人财产，因为财产权属于司法权，绝大部分政府机构没有司法权，对此要做严格界定；二是即使是司法机构也不能随便查封别人的财产，要以立案为标准，这样可以限制司法机构权力的滥用；三是司法和行政的分离，司法体系和行政必须分离，不分离就很难保证财产安全。

我们在目前的条件下应该做这些事，真正保证人身安全和财产安全。怎么赚钱，人们很清楚，政府不要教他们怎么赚钱，把这些事做了就行了，保证财产和人身安全是最关键的。现在人们老担心财产和人身安全，尤其有钱之后就更加担心了，所以我们要保护人们的财产与人身安全。我们要搞市场经济，就得保护企业阶层，而且要强调企业精神，这是关键。中国重要的政治改革应该是形成真正的市场经济体系，形成良好的政商关系，因而企业家阶层和企业家精神成为这个社会的主流，这个改革是最为重要的改革。我估计这个改革能做好的话，对下一步的发展将有重大意义。

现在我们叫改革开放再启航，意思就是指现在的改革不是过去的改革，而是40年改革基础上的改革，是再启航。大家看到，我们过去叫纪念改革开放40周年，现在叫庆祝。纪念的意思是结束了，庆祝是还要继续。中央要开庆祝改革开放40周年大会，提出改革开放再启航，就是要推出一些重大决策。一方面总结过去40年，另一方面要展望未来30年。纪念就是这个事过去了，庆祝的意思是还要进行，所以我们会进一步推动改革开放。

在最近讨论的改革中，人们尤其关注民营经济，最高层最近对民营企业讲了所谓的新6条，提出要关注民营企业从业者的人身安全和财产安全，这是对的，因为怎么赚钱，他们都会，很清楚，对他们来说只要保证人身与财产安全就行。这一条要在法律上落实，必须要全面落实。现在《刑法》与《民法》已经做了具体规定，我发现还有好多人没有看到。2017年，两会就已经通过了《中华人民共和国民法总则》，里面有对财产全面保护的内容。下一步整个社会要制造一个氛围，就是要保护

民营企业从业者的人身安全和财产安全。这是国家领导人所讲的新六条中的第六条，也是最关键的一条，要进一步落实与完善。

中国改革是不会停止的，会进一步推进。而且中国经济改革中有些内容实际上就是政治改革，例如承认民营经济的合理性与合法性就是政治改革。国家领导人一直在讲民营经济是“自己人”，过去把他们叫朋友，朋友还不是自己人，现在要成为自己人。因为民营经济是中国社会经济的重要组成部分，不能对他们再另眼相看，这说明政治改革实际已经启动了。我估计下一步中国会进一步修改《宪法》《刑法》《民法》，会逐渐完善对民营经济的保护，这样对提升信心，保证人们创造财富的动力将是有意义的。重新定位与定性民营经济是个重大的政策调整，对民营经济的提法及讲法上已经出现新型调整，下一步要把领导人讲话变成法律，变成制度。我看似乎最近各个部门都逐渐动起来了，例如高法[1]、高检[2]等，全面调整完善法律解释体系。凡是不适合有关民营经济发展的都得修改，都要做出调整。改革会进一步深化，这对于稳增长具有重大意义。总之，中国目前改革的重点是关于民营经济的问题，是人们最关注的问题。

从上述情况看，目前所谓稳增长就是这4件事，而且现在已经开始做了。经过这一年的努力，我们终于逐渐认识到，这将是一个好的方向。稳增长的4件事可以保证经济增长以一个正常的速度增长，当然，中国增长不可能再恢复到7%、8%的速度了，因为基数太大了。20年前是7万亿，10年前是27万亿，那个时候速度虽高，但GDP总量的增长才一点点，是82万亿的基数，每增长1个点，GDP的量都会很大。别想着7%、8%了，有一个大致能符合发展要求的增速就不错了。再过几年，中国的增长能保持5%就不错了，那也属于高速增长的，还算是比较高的。总之，稳增长，上述这4件事我们要逐渐做好，这对保证未来的增长将是有利的。

这就是我们调整期要做的第二件事，稳增长。

稳开放

开放必须继续进行，开放怎么做呢？有3件大事。

第一，正确处理好和美国的关系。

和美国的关系一定要处理好。中美关税摩擦标志着中美关系要重新调整了，过去的中美关系在未来不可能再维系了，我们心里要有底。过去中美关系是美国对我们强调合作与牵制，而现在是遏制。最近有些人讲我们是不是要继续韬光养晦，问题是我们无法韬光养晦怎么办。我们过去一米高，现在长到一米八了，怎么办，对于这个问题我们得正确应对，应该知道中美关系必须调整了，不可能像过去那样搭便车了。中美关税摩擦实际上是中美关系重新调整的一个历史性及标志性事件，它是一个事件，标志着中美关系将重新调整。

中国必须要做好，千万不要出现战略失误，一定要搞清楚自身的战略。美国在评价自身的各位总统的历史地位时，排名第三的好总统竟然是里根，我很吃惊。在美国人眼里，里根成为排名第三的总统的原因之一，是他在位时把作为竞争者的苏联和日本打败了。和苏联搞军备竞赛，使得苏联不得不大力发展重工业。本来苏联就是重工业太重，轻工业太轻，生活必需品都不能保证充足供应，结果一打军备竞赛，就更加剧了这种情况。搞重工业必须要养3种人，科学家、文学家、政治精英，为了保证他们的生活需要，苏联不得不搞了生活用品的双轨制，即对这3种人搞特供制度。这3种人实行特供，什么都有，老百姓什么都缺，结果演变成了政治问题，一夜之间完蛋了。俄罗斯现在这个样子，已经丧失了和美国在经济上竞争的可能性，苏联这个竞争对手被干掉了，是因为苏联发生了战略失误。日本的竞争力被摧毁是因为《广场协议》。《广场协议》要求日本从1985年到1990年本币每年升值5%，这样日本就没有出口竞争力了。当时《广场协议》签完之后，日本只好转向刺激内需，日本当时已经完成工业化与城市化，人口只有1亿多，根本就没有太多的内需，结果把房地产与股市泡沫刺激起来了，1990年泡沫破灭后便完全丧失了竞争力。当时德国也是《广场协议》签字国，但德国是继续提高工业生产能力，推动技术创新，德国挺过去了。日本与德国的不同结局，是因为日本战略失误。

中国在中美关税摩擦面前必须要有一个非常清醒的战略，我认为中国处理中美关系要坚持3条原则。

1.保护中国经济的核心利益。当然，这里所讲的经济上的核心利益并不是台湾问题及南海问题等有关国家领土及安全方面的问题，经济上的核心利益是指中国目前处于整个世界产业链最优越的地位，这是核心

经济利益。无论对发达国家，还是对发展中国家，中国都有自身的优势。例如，发达国家这些年都搞所谓的创意经济，创意经济就是去工业化，结果是这种创意经济只有在中国才能落地，发达国家在经济上实际离不开中国。又例如，我们与发展中国家相比，基础设施与技术比它们好，我们可以向它们出口基础设施与技术，因而发展中国家也离不开我们。因此，中国在世界产业链上处于最优越的地位，是我们最为重要的经济上的核心利益。中国必须保护自己在世界产业链中的优越地位，不能出现任何失误。

2.美国在中美关税摩擦中除了攻击我们的言论之外，有些提法是有一定道理的，我们要据此改革自己。通过他们的批评来推动改革，加速我们的改革，这也是处理中美经济贸易关系的一个原则。应该说，美国在关税战中有些提法是对的，例如批评我们搞各种出口补贴，搞国有经济补贴等是对的，我们应该改革。通过他们跟我们打关税战而推动中国内部改革，不对的东西我们一定改革，这也是处理中美关系的一个原则。应该通过中美关税摩擦推动内部改革，这也是我们要做的。

3.绝不能走向冷战，中国必须理性处理和美国的关系。美国跟我们“干”，我们可以和美国企业界及美国地方政府加强联系，因为我们与美国企业及美国地方政府有利益共同点。不能走向中美对立，不能走向冷战，这也是原则。中国一定要主动继续和美国热情地“拥抱”在一起，你越打关税战，我们就越是抱住你不放。

实际上中国在过去一些战略上的做法值得反思。2008年美国金融危机，美国企业需要钱，我们应该借钱给这些企业，这样的话，我们现在可能会成为美国这些企业的股东。但我们没有把钱借给企业，而是借给美国政府，美国政府拿我们的钱救了企业，就与我们没有关系了，而且现在麻烦还出来了。当时我们还是过度信任政府信用，不太信任市场信用，对商业信用有点紧张。美国企业与我们有共同利益。首次上海世博会来了180家美国企业，上次美国给中国加关税，2000亿要加25%的关税，就是因为美国企业反对才加了10%，美国企业与我们是有共同利益的，不是对手。千万不要和美国进入冷战状态，一定要加大和美国企业、美国地方政府的沟通，不要走向冷战。中国绝不能听一些极端人士的话，不要走向中美对立，这是原则。我们要不断加大与美国各个地方政府及企业的沟通，一定要注意这个问题。

要用上述这三大原则处理好中美关系，不要因为关税战而割断中美

之间的联系，这三个原则必须坚持。稳开放的关键是要处理好中美关系。不要因为贸易战问题导致我们和美国直接对立，不要走向对立。一定要与美国各个层面进一步融合，因为它终究是非常发达的国家之一，我们要想办法与其融合。这是目前进一步稳开放的重要问题，一定要处理好中美关系。不要因为贸易战而形成与美国对抗的想法，而是一定要想办法解决好中美关系。

美国现在实际上也很艰难，大家不要以为美国都很好，美国比我们还艰难。你们到美国一看就清楚了，中产阶级在美国很难受，蓝领工人20年收入没有增加多少钱。美国3亿多人口，只有1亿多有护照，好多人没有出过国，出去的也只是到邻国加拿大、墨西哥转了一圈而已。我上次和美国朋友说，别看中国北京、上海似乎很发达，但你开车离开这两个城市走一个小时看看，就不一样了。他说你到纽约、华盛顿开车离开走一个小时，也不一样了。美国现在国债22万亿美元，和GDP是相等的。美国上半年GDP总量是10万亿多一点，今年负债就是22万亿了。美国也需要帮助了，不要走向中美对立对中国是好事，对美国也是好事。总之，稳开放重要的一条，就是在中美关税战爆发之后，要进一步处理好中美关系，这是一条。

第二，中国一定要全方位开放市场。

中国不能光讲我们是制造业大国，还要加一条，我们是市场大国。只要各国的市场在中国，利益就在中国，就不可能再遏制中国的发展。中国不仅是制造业大国，制造业大国是出口的问题，利益会有纠结，而市场大国则以市场利益的方式让别人搭便车，因而要彻底开放市场。我们要全面开放三大市场：

1.全方位开放物质产品市场。全方位开放，释放了几个信号。一是在上海组建永久性进口博览会；二是降关税；三是海南岛整个成为自贸岛。没有关税了，短期内会刺激中国消费，我去进博会看了一下，那么多好产品都是我们想要的。过去价格太高，因为关税太高。关税一旦降下来，马上就便宜了。我估计2019年会最便宜，因为关税全部降完了，一下子会刺激国内消费。当然，有人担心这样会影响中国的供给体系，实际上不会。我最近在进博会转了一下，发现许多东西对中国有很好的作用。只要买进来，中国人的学习能力很强，很快就会提高中国的供给水平。

2.全方位开放服务业市场。金融、教育、医疗、保险等，全方位开放。2017年博鳌论坛菲律宾总统出席，并在会上有个讲话，说中国好像很缺乏幼教老师，从你们的新闻看，你们的幼教老师会给小孩扎针，我们菲律宾有10万幼教老师，英语水平极好，又不扎针，你们要不要。我们当然要，菲佣市场开放是很快的事。服务业开放，人要进来，国务院很快会组建新的移民局，因为产品进来是海关的问题，服务业开放是移民局的问题。产品开放与海关有关，服务业与移民局有关，成立新的移民局，说明我们全方位开放服务业市场。尤其最近中国提出了金融改革的22条举措，放开了12家海外金融机构在中国创办它们绝对控股的金融企业，这说明开放是全方位的。

3.全方位开放投资市场。最近中国推出了新的外商投资法，外商投资法有两个特点，一是将外商审批制转为负面清单制，二是对外商实行国民待遇原则，不再要求外商转让技术及专利，与中国企业有同等待遇。另外国务院修改了外资进入中国的负面清单，原来负面清单是69项，现在降到40项。而且这次中日关系做了调整，大家看到中日正式提出要从竞争关系变成合作关系，双方共同开发第三方市场。日本的生产能力实际上是很强的，一旦与我们一起把东南亚、南亚、中亚的交通及市场拉通，对中国会有巨大的好处。最近我们与日本调整关系，拉着日本一起要开发第三方市场，重要的就是建立东南亚和南亚、中亚的基础设施。中国现在在亚洲把日本"拽"住，在西方把美国"拽"住，在欧洲把德国、法国"拽"住，这就行了，一起干。只要一起干，最后胜利的一定是中国，因为中国人很能吃苦。你们干4个小时就休息，我们不用，我们工作12个小时也不累。开放投资市场，这次和日本达成协议是很有意义的。尤其应该看到，中国开放投资市场有巨大的可行性，因为全世界投资者看好中国的投资市场，中国是世界上非常好的投资场所之一。我们有5个优点：一是工业门类齐全，零部件配套都没有问题；二是交通设施方便便利；三是没有宗教与民族问题；四是社会治安总体良好；五是没有诸如工会之类的非政府组织问题。因此，投资者看好中国的投资市场，现在是我们必须全方位开放的问题。

我们全方位开放市场，三大市场一起开放，让中国成为市场大国，中国最后才能真正走向世界舞台的中央。而且我们有能力，14亿人口逐渐富裕起来，市场巨大，所以中国全方位开放市场是对的，这是稳开放要做的第二件事。

第三，落实好“一带一路”倡议。

“一带一路”倡议涉及三大洲两大洋，三大洲是亚洲、欧洲、非洲，两大洋是太平洋、印度洋。所以大家注意，“一带一路”不包括北美洲和大西洋，因为要避免与美国直接发生冲突。5年前中国就想到了这个问题，一旦美国不让中国的产品进入怎么办，不要中国的投资怎么办，我们要找新的出口贸易目的地，找新的投资地，所以提出“一带一路”倡议。最近中国举办了第二次“一带一路”倡议论坛，“一带一路”不再是口号。

从国家层面上讲，落实“一带一路”倡议要做好3件事。一是做好金融服务，所以我们成立亚投行。[3]亚投行的目的是什么呢？为“一带一路”做好金融服务。二是基础设施建设，把基础设施打通，不然产品怎么出去，企业怎么出去。最近我去新疆发现，我们在新疆吃的海鲜已经来自印度洋，而不是太平洋了。因为中巴经济带拉通了印度洋到新疆喀什的道路，印度洋和中国都这么近了。三是法律服务，我们建议成立一个新种类的法院，“一带一路”法院。“一带一路”法院就是为中国走出去的企业服务的，帮助中国企业打国际官司，因为企业出去当然是会遇到法律纠纷的。

总之，国家要经营好“一带一路”，这3件事情一定要做好：金融服务、基础设施服务、法律服务。“一带一路”要让中国企业走出去，尤其是要让中小企业走出去，这样“一带一路”推动中小企业走出去才有意义。

2018年我到非洲考察，去了摩洛哥，摩洛哥没有任何工业，只有旅游业，因为没有任何工业，所以卖的产品不少是中国生产的，我去了以后一个朋友提醒我，千万别在这儿买东西，都是中国生产的。尤其别买文物，也都是中国生产的。据说一个明星非要去买，25万买个文物特高兴，拿回来挂在网上显摆，结果第二天一个广东企业家打电话说那是他们生产的。我发现中国企业把中国车床运过去，一开工就能赚钱，因为那里没有任何工业，只要生产就能赚钱，摩洛哥是欧洲人到非洲的主要通道，市场很好很大。中国有不少企业过去了，他们告诉我摩洛哥的税很轻，就一种税，所得税13%，没有增值税。而且劳动力比较便宜，劳动力对你无限忠诚，只要你给他就业机会，他就对你非常忠诚。在中国，员工还琢磨老板的钱是从哪儿来的，摩洛哥的员工从来不琢磨，只会干活。非洲的关键是就业机会，人口爆炸，但没有产业的增加，很多

人没有工作机会。实际上大家要注意，千万不要提“去工业化”这个说法，非洲两个国家，一个埃及，一个南非，就是“去工业化”后落伍了，不能随便提“去工业化”。中国能有今天的发展的原因，就是中国的工业部门非常齐全，有保障经济增长的基础。

从经济增长规律来看，2050年之后整个世界的增长点就是非洲了，亚洲到了2050年经济增长就饱和了。2050年中国都成为现代化国家了，中国进入现代化，整个亚洲就饱和了，未来的增长点是非洲，所以我们提前布局是对的，希望中小企业过去，中小企业过去才有意义。“一带一路”确实为中小企业带来了机遇。我曾经碰到一个1974年出生的人，一位年轻的企业家，在中国一直搞火力发电厂项目，现在都饱和了，他们没活干了，但他从网上看到土耳其的一个地方招标，要建火力发电厂，特别高兴。他便带了两个副总直飞伊斯坦布尔，出了飞机场后，他想找出租车去招标的地方，结果出租车司机都摇头，为什么？这个地方离机场400多千米，没人愿意去。终于找到一辆车，3个人过去了，到了后刚下车就发现几个七八岁的小孩抱着大包冲上来了，他们很紧张，怀疑是不是人体炸弹。其实不是，他们跑过来干吗？因为他们没有见过鼻子这么小的人，第一次见，非要一起照相。他们的企业中标之后建得很好，建立了诚信，现在那个地方的物流、零配件配套等经营活动已全部被拿下。

中国企业的国际化水平实际上是很高的，“一带一路”倡议对好多企业来说都是很有前途的，尤其是中小企业。不仅仅是大企业要走出去，大量中小企业走出去才更有意义。中国一定要经营好“一带一路”倡议，这对中国许多产能过剩和中小企业“走出去”具有巨大意义。我们现在逐渐会体会到这个问题。

总之，我们一定要落实好“一带一路”倡议，这是中国下一步开放的重点。现在好多国家开始承认中国的“一带一路”倡议，日本是第一次承认“一带一路”，和中国联合起来一起开发“一带一路”的第三方市场。俄罗斯也承认，要与其欧亚战略相结合，因此，不少国家逐渐形成共识，为中国中小企业走出去铺平了道路，这既是重要的开放，也是新的开放。

总体来讲，所谓稳开放就是这3件事必须做好，一是中美关税问题一定要处理好；二是全方位开放市场，在让中国成为制造大国的同时，成为世界市场大国；三是落实好“一带一路”倡议，为中国产品和企业走

出去做好服务，完成我们进一步的开放。这3件事做好的话，中国开放就会进入新的阶段。开放反过来会推动国内增长，推动国内的变革，实际越开放，中国的观念越变革，就越容易推动国内增长，所以稳开放要做好这3件事。

综上所述，中国经济进入调整期，我们要做好3件事，即稳金融、稳增长、稳开放。这3件事都做好的话，中国就会顺利度过这3年调整期，走向我们所希望的高质量增长阶段。对中国经济的判断，我总体上还是审慎乐观，乐观的基础是审慎，要做好上述几项工作才能乐观，不然就是盲目乐观。做好上述这些事，我们才能达成乐观的目标。

（2018年11月11日在浙商总会论坛上的演讲录音整理稿。）

---

[1]即中华人民共和国最高人民法院。——编者注

[2]即中华人民共和国最高人民检察院。——编者注

[3]即亚洲基础设施投资银行。——编者注

第三部分　以供给侧结构性改革为主线

经济学界通常将人类的经济活动分为两大组成部分：一个是需求侧，包括投资需求、消费需求、外需（即出口），影响需求侧的有诸多经济因素，例如涉及需求侧的宏观经济政策包括货币政策、财政政策、国际收支政策等；另一个是供给侧，供给侧实际上就是指生产侧，影响供给侧的有诸多经济因素，主要涉及产业结构及经济体系等问题。根据这种划分，经济学界在宏观经济领域经常讨论是应该重视需求管理的问题，还是应该重视供给管理的问题，或者是需求管理与供给管理并举的问题。

我国根据近些年来社会经济生活出现的新问题与新情况，强调要重视供给侧结构性改革，并将供给侧结构性改革作为经济工作的主线。这是很正确的，完全符合我国经济的现实状况，应该是英明之举。当然，这并没有否认需求管理的重要性，但任何矛盾都有主次之分，我国现在最主要的矛盾是供给侧结构性问题，需要强化供给侧结构性改革。对此不应有任何质疑。现在的问题是，我们该如何有效推进供给侧结构性改革。我认为，根据我国经济的现实状况，供给侧结构性改革应该以产业结构调整为切入点，据此再推动相关的经济体系改革，因为我国经济的供给侧方面的问题既有周期性原因，也有结构性原因，当然还有体制性原因，这就需要我们以产业结构调整为切入点，并以此为核心而展开经济体系的改革，从而有效实现供给侧结构性改革。

“十三五”时期[1]在中国这一轮经济新周期，即2012—2035年这个周期中，具有重要地位。同时，因为中国经济出现了不少新的现象，这些现象将作为一种常态而存在，因而“十三五”时期是中国经济新常态的第一个5年。我们应该看到，“十三五”时期是中国经济面临诸多严重挑战的时期，当然，中国经济若能有效而顺利地应对挑战，中国经济将迈上新的更高的台阶，因而“十三五”时期是挑战与机遇并存的，尤其是从总体上看，中国经济仍然处于较快发展的良好历史机遇期。关键是看我们如何推动供给侧结构性改革。我认为，“十三五”时期我们必须做好两件事：一是结构调整，二是深化改革。

[1]中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要，简称“十三五”规划（2016

—2020 年）。——编者注

产业结构调整

过去较长一段时间，我们注重需求管理，这是对的，但随着中国经济的发展，我们应更加重视供给管理，即供给侧结构性改革。供给侧结构性改革的核心是结构调整，因此，“十三五”时期与“十二五”时期相比较，一个最大的不同点是经济结构的不同，可以说“十三五”时期我国的经济结构要发生质的变化。因此，经济结构调整是“十三五”时期的一个重大问题。

经济结构调整必然会涉及许多产业的调整，但是目前讨论结构调整，首先涉及的是关于支柱性产业变化的问题。

什么叫支柱性产业呢？就是指对我们增长贡献排在前几位的产业，这几个产业我们都称之为支柱性产业。

目前结构调整首先变动的是支柱性产业的变化。

三大传统支柱性产业地位难保

第一，传统制造业。

传统制造业确实是我们的支柱性产业。它不仅有效满足了国内市场需求，而且它引发的出口对我们的增长贡献很大。过去传统制造业引发的出口每年对我们的增长贡献都在3个百分点以上，我们过去的出口主要是传统制造业的贡献。所以传统制造业确实是我们过去的支柱性产业。但是，现在传统制造业有一个很大的问题就是产能过剩，而且是严重过剩。数据表明，传统制造业的投资已经连续5年增速回落，现在它的增长已经是一个负数。这就标志着传统制造业已经不可能作为我们的支柱性产业了。根据目前的测算，我国传统制造业中有的行业的过剩比例在40%左右，差不多接近一半，所以说是严重产能过剩。而且我们估计到2016年6月以前，传统制造业中有的行业倒闭的企业数量会是现在企业数量的35%左右。实际上传统制造企业倒闭潮从2015年年初就开始了，到2016年6月左右将会出现大规模的倒闭潮。这样一来，这种产业

就不可能再作为支柱性产业了。因为它严重产能过剩，这是传统制造业目前遇到的严重问题。所有情况都标志着传统制造业已经不可能再作为支柱性产业存在了。

第二，房地产产业。

房地产产业过去确实是我们的支柱性产业，因为它引发的产业链非常长，像钢材、水泥、铝合金、煤炭等，是一个很长的产业链。所以它对增长的贡献很大，确实是我们的支柱性产业。但是现在房地产遇到了严重的问题，我们现在对它的提法叫去库存化，目前房地产已严重产能过剩。根据有关机构的推测，我们现在建成的房子可以够38亿人住，但我们只有13亿人口。实际上房地产产业已经连续5年增速回落。例如，2013年我国房地产投资的增长速度是18.5%，2014年降到10.05%。2015年1—9月降到4%，估计2015年年底要降到2%。所以房地产很显然已经很难再继续作为支柱性产业存在了。所以我们对它的提法叫去库存化。最近调研的时候发现房地产产业已经非常艰难。其中有一家搞商业地产的企业，我去调研的时候，该企业的老总告诉我，半年时间没卖掉1平方米的房子，而这个项目的投资是20个亿。所以我建议他干脆把销售团队解散算了。我说你这么大的销售团队每天的成本多高，解散算了吧，变成资产管理公司，自己运营就行了，因为已经没有办法了。2015年6月以后出现大量的集资不能还本付息的群发性案件，其背后都是由于房地产企业因无法顺畅销售甚至倒闭而引起的。所有这些，都标志着房地产产业已经很显然不能再作为支柱性产业了。

第三，建筑业。

建筑业有一个很长的产业链，包括建材工业、建筑装备制造业等，而且是劳动密集型产业，我国自1998年开启大规模基础设施建设以来，建筑业对我国经济增长的贡献一直很大，属于支柱性产业。但是随着我国基础设施建设的不断完善，建筑业的贡献实际上在下降，很难继续作为支柱性产业了。

总之，我们原来的3个支柱性产业，一个是传统制造业，一个是房地产产业，一个是建筑业，都已经很难再作为支柱性产业存在了。虽然我们还需要这3个产业，因为它们涉及民生，我们的吃穿住用行都要靠它们，但是它们已不能再作为支柱性产业存在了。

那么“十三五”期间及未来较长的时期内，我们的支柱性产业是什么？因为任何国家在任何时期都一定要有支柱性产业存在。“十三五”期间及未来较长的时期内哪些产业将成为我国的支柱性产业，这是目前结构调整中讨论最热烈的问题。从现在的情况来看，我们估计“十三五”期间及未来较长的时期内可能会有3个产业，将上升为我们国家的支柱性产业。

三大新兴支柱性产业异军突起

第一，战略性新兴产业。

所谓战略性新兴产业，就是指既有战略性又是新兴的，我们把具有这种特征的产业统称战略性新兴产业。战略性新兴产业有两个特点：一个是市场需求巨大，因为需求不大就没有战略性；另外一个是短期内技术能够突破，因为技术不突破就不会是新兴的。按照这两个条件来分析的话，我们国家在未来的“十三五”期间及未来较长的时期内，战略性新兴产业是哪些？目前分析的结果认为，能成为我们国家战略性新兴产业的一共有8个要点。

1.新能源。

新能源属于战略性新兴产业。所谓新能源是相对传统的能源来讲的。传统能源就是指化石燃料，就是地球表面的动植物埋到地下，经过若干年的地球变动后把它挖出来具有燃烧功能，被作为能源，这种作为能源的燃料我们就叫化石燃料，像煤炭、天然气、石油等就叫化石燃料。这就是我们讲的传统能源。

所谓新能源是指非化石燃料，非化石燃料我们叫新能源。新能源主要有6种形态，水能、风能、太阳能、核能、生物能、地能。这6种能源我们统称新能源。当然，现实中的新能源主要是指前4种。

我在这里提醒大家，我们国家在能源上，最近除了提新能源之外，还有两个名词，一个叫可再生能源，可再生能源实际主要包括风能和太阳能。因为环保主义者认为，水能都不能算，因为利用水能就要修水库，水库会破坏自然生态环境。因而可再生能源实际上主要是指风能和太阳能，这就是我们所讲的可再生能源。

还有一个概念叫清洁能源，清洁能源涉及的范围更大，包括所有新能源，还包括一部分传统能源，像页岩气及天然气等，它们虽然属于传统能源，但它们是清洁能源。因此，除了新能源之外，还有一部分传统能源也算清洁能源。

所以现在在能源领域我们有3个提法，一个叫新能源、一个叫可再生能源，一个叫清洁能源。作为战略性新兴产业的是新能源，主要是指风能、水能、太阳能、地能、生物能、核能这六大形态。

2015年8月我用了一些时间，对新能源这个领域做了考察。我发现水能在中国的投资空间似乎已经不大了。因为我国现在的水能就剩下雅鲁藏布江这个水系还没开发，但这个水系开发似乎很难，其原因有二：一是高发地震带，再一个涉及南亚和东南亚国家母亲河的问题，所以可能会引起国际上的纷争，因而我觉得水能的投资空间似乎已经不是太大。这是一部分新能源。

另外一部分是风能和太阳能。也就是可再生能源这部分，它属于新能源的一部分。风能和太阳能我考察发现有3个问题似乎还不能解决。所以我觉得对这部分新能源我们还只能做探索性投资，似乎完全大规模投资的条件还不具备，只能是探索性的投资。这3个问题如下。

一是它的发电成本太高，风能和太阳能的发电成本远高于传统能源的发电成本。正是由于发电成本太高，因而消费者不能接受，因为消费者不管什么能源发的电，他们只选择便宜的。要让消费者接受的话，就得降低成本，怎么降低成本呢？现在做了两件事。一个是免征土地使用税，但是这个做法地方政府基本不接受。他们认为我们办了一个光伏电厂为什么不收税，根本不接受。我去河西走廊调研，有的光伏企业就是在戈壁滩上建的。这些戈壁滩过去就没有用。但是一建光伏电厂就要收税了。我跟他们聊天，我说你们这地方本来也没有用，人家建电厂为什么收税？他们说魏老师，你是搞经济学的，你应该明白，没有使用价值就没有价值，有了使用价值就有价值。所以这个做法基本行不通。第二个做法就是财政补贴，用补贴的方式让消费者使用风能与光伏的电。但财政补贴遇到一个问题，就是钱从哪儿来？财政补贴钱从哪儿来的要搞清楚，而且还要清楚补贴多少是合理的。我去考察的时候，好多企业说，魏老师你们不讲信用，说好的补贴，钱都不到位。我说很正常，钱从哪儿来没解决，补贴多少合理也说不清楚。所以目前补贴这个做法实际上很难实施。正是因为上述这些原因，所以这样来看，现有的降低成

本的两个办法，基本上在现阶段都用不成。我自己认为，要真正把成本降下来只有靠技术才行，技术突破才能真的把成本降下来。但是这种技术现在我看不到方向在哪里。所以发电成本过高的问题，现在实际上没有解决。这是第一个问题。

二是风能和太阳能有一个特点，就是间歇性和不可持续性。有风就有电，没有风就没有电，有太阳就有电，没有太阳就没有电，风大了，电就多，风小了，电就少，太阳强了电就多，太阳弱电就少，间歇性和不可持续性很明显。这就导致电没法上网，电网要求上网的电必须具有持续性才行。正因为电网要求平稳上网，而风电与光伏是不可持续性和间歇性的，所以没法上网。怎样才能解决这个问题，平稳上网呢？需要形成一个重要的技术即储能技术。但是储能技术现在似乎连突破的方向也不清晰。2015年8月我去考察的时候好多企业老板说，魏老师我们有新的储能技术。有人讲，他们有一项浮悬式的储能技术，结果我去看，都是纸上谈兵。这时我才知道，全世界都在为储能技术而努力。这是世界性的问题，不仅是我们的问题。储能技术实现不了的话，风能与光伏就没法解决平稳上网的问题，这是第二个问题。

三是风电与光伏的技术路线实际上一直在摇摆。到底采用什么技术路线，似乎还没有形成统一的认识。例如光伏，到底是搞多晶硅还是薄膜发电。我参加这方面的研讨会，搞多晶硅的说薄膜没有前途，搞薄膜的说多晶硅没有前途。我说你们如果不能解释两个问题——一个是无锡尚德为什么破产，一个是汉能在香港的股价为什么拦腰斩断——就不能说服投资者来投资。无锡尚德是搞多晶硅的，已经破产了，汉能集团是搞薄膜的，汉能股价于2015年5月在香港拦腰斩断，从7块多掉到3块多，20分钟1000多亿港币就没了。因为香港股市没有跌停板制度，只要交易就继续跌，一看不对赶快停止了交易。现在汉能集团已不是自己停止交易，而是香港交易所要终止它的上市交易了。我估计背后的原因可能就是技术路线上还没有突破，投资者在怀疑它。我认为，如果上述这两个问题不能说清楚的话，投资者很难大规模投资。

所以，风能和太阳能存在的上述3个问题，决定了我们目前对它只能是探索性的投资，还难以进行大规模现实投资，因为上述这3个问题没有解决。这是新能源的第二部分。

新能源的另外一部分就是核能，对，我们完成了核能的突破，大家知道清华大学及21家联合体2015年对外宣布，以清华大学为首的21家

联合机构，完成了第三代核电装备的生产。第三代是解决安全性问题的。核电最怕不安全，一怕地震二怕没水。第三代解决了安全的问题，我们同美国、法国一起，已拥有这种技术了。所以我们2015年已经启动了三大核发电厂的建设。据说，我们第四代也已经完成了，只是没有正式公布而已。

我上次碰到一个民营企业老总，他投资核电这部分，他告诉我第四代也已完成了。第四代是解决核废料问题的。解决核废料是第四代核电装备的问题。大家知道，欧洲国家基本没有地震这种大灾难，但是怎么处理核废料是个大问题，据说，这个实际上也解决了。所以2015年10月国家主席习近平出访英国的成果之一，就是中广核集团已经在英国要与法国联合建核发电厂。

原来我们是将核电建在发展中国家的，像巴基斯坦，而这一次发达国家也认可了我们的核电技术。这就说明我们这方面的技术已经完全突破了。所以新能源的核电这部分，有巨大的投资空间。因为不仅仅有中国市场的问题，而且涉及广大的世界市场。大家知道，据说2030年我们的新能源的发电量要达到发电总量的32%。现在不到3%，而且在能源里面，可能大部分是核电，因为最近我碰到国家电网公司搞技术的同志，他告诉我说我们未来的框架性电网，要占我们整个电网的80%以上，分立式电网只占百分之十几，分立式电网就是自己用电、自己发电，就是我们讲的光伏和风能生产的电，只占百分之十几，也就是说新能源一大部分将是核电。所以新能源中核电有巨大的投资空间和现实的投资条件。

所以我考察发现，新能源这部分，实际上水能的投资空间已不大，风能和太阳能投资因为有3个问题没有解决而实际还处于探索性投资阶段。生物能源的问题是一直没有找到可供使用的有效性生物，虽然地能代替空调的技术已实现突破，但地能发电技术还没有实质性的进展。由此可见，真正拥有现实投资条件的是核电。而核电一旦启动之后，核电装备生产就会起来，而核电装备生产涉及十几个产业，能带动相关的产业起来。现有研究表明，现实有大投资规模和机会的是核电，核电投资将会大规模推动。这就是我们所讨论的战略产业的第一个要点即新能源。

2.新材料。

新材料属于战略性新兴产业。因为未来好多产业的提升是靠材料的变革，也就是靠新材料。新材料不仅用途巨大，而且技术突破也比较快。大家知道，习近平主席2015年10月这次出访英国，专门去看了英国的石墨烯实验室，石墨烯是一种高硬度的纳米性材料。这标志着我国很关注新材料方面的动向，新材料未来需求巨大，而且技术也可能会不断地突破。像中国2015年这一次天津港爆炸案，也告诉大家未来新材料的方向。有一些化学品燃烧，灭火不能用水而是新材料。一张薄膜打过去，一覆盖火就灭了。所以未来消防队不能仅仅只考虑用水灭火的问题，还要考虑使用新材料的问题。所有这些，未来都有巨大的发展空间。目前我们已经成功下线的C　　919飞机，实际上机壳就是一种新材料，既轻又坚硬。所以新材料确实属于战略性新兴产业，而且发展得非常迅速。

例如，据说利用石墨烯聚合材料生产出来的汽车电池，只充电几分钟就可以让汽车连续开1000千米；石墨烯的强度超出钢几十倍，有望被用于制造超轻型飞机材料和超坚韧的防弹衣等；石墨烯如果取代硅，有望让计算机处理器运行速度加快数百倍，有望引发触摸屏和显示器产品的革命，制造出可折叠和可伸缩的显示器等。再例如，超薄材料的发现，会导致用品越来越薄。我估计手机未来会薄到与酒店的房卡差不多。手机薄到像酒店房卡那样并不是遥远的未来，而是很快就会实现。当然，我想它太薄似乎不太好用，但是它肯定会发生变化的。

我曾经考察过一个搞新材料的企业，他们告诉我说现在的一个重要污染是塑料袋与塑料薄膜，叫白色污染，他们准备用新材料解决污染，要用一种可溶性材料生产塑料袋与塑料薄膜，这些塑料袋与塑料薄膜用坏后，收集起来与氧气隔绝24小时，就会成为碳水化合物，解决污染问题。他们说现在已经找到这种材料，但成本较高，现在正在降成本。可见，新材料是有重大市场范围的。

从目前的一些数据来看，似乎英国已站在新材料的前沿。

3.生命生物工程。

生命生物工程属于战略性新兴产业。它涉及农业、医疗健康等领域，需求巨大，而且技术突破非常之快。2015年10月我去外地调研碰到我的一个学生，两年前我去他们的城市就碰到他，那天他正在剪彩，要

成立一个体检中心。我去那天刚好碰上了，他还拉我去做剪彩嘉宾。但这次我见到他时他就告诉我说，魏老师，那个体检中心已经倒闭了。为什么倒闭呢？因为现在的体检，已经发展到了基因体检，抽几管血，从你的基因推测你未来容易得肿瘤还是脑血管瘤，提前开出保健的建议。早就不用这种传统的体检了。生命生物工程这个要点上，我估计未来会出现许多改变人们生活的各种创新。例如，现在已不是人体器官移植的问题，而是人体器官再造的问题。所以生命生物工程属于战略性新兴产业，这是第三个要点。

从目前的数据来看，似乎美国已站在生命生物工程的前沿。我因为自身膝关节退行性病变，使用了美国Move free的一种保健品，效果甚好，该保健品就属于生命生物工程范围。

4.信息技术及新一代信息技术。

信息技术及新一代信息技术是战略性新兴产业。大家知道，现在我们许多产业的技术能够突破的原因，是因为信息技术的发展，例如像新材料，我们之所以能够很快突破，就是因为信息技术为人们认识物理结构提供了更好的手段。再例如，生命生物工程之所以进步很快的原因，也是信息技术的使用，让人们对生命生物领域的认识更加深入。

不仅如此，信息技术已深入运用到各行各业的生产之中，而且也广泛应用于人们的所有社会生活和物质生活之中。所以信息技术及新一代的信息技术，属于战略性新兴产业。

战略性新兴产业的这个要点实际包括两个部分，一个是信息技术，一个是新一代信息技术。

信息技术目前在中国的投资热点有3个，一个是芯片。我们自己还生产不出芯片。我们每年进口芯片的外汇跟我们进口石油的外汇是一样的。我们每年买芯片的钱和我们从国外买石油的钱是一样的。大家想象一下，这个领域一旦突破，将有多大的贡献。所以最近我们极力支持产业基金及私募基金等基金进入这个领域。因为一旦成功的话，对我们将有巨大的影响。所以芯片是我国目前在信息技术上投资的重点。

信息技术的第二个投资重点就是无线传输技术。未来信息基本靠无线传输，无线传输技术有巨大的投资空间。现在我们搞的所谓铁塔公司

加室内路由器，实际上这都是不行的，未来一定会发生巨大的变革，所以无线传输技术的投资非常有意义。最近有许多产业基金之所以挤进这个投资领域，是因为有巨大的发展空间。

当然，在传输技术上还有传输内容、清晰度等问题，像由4G到5G的变革，在这方面华为似乎走到了前面。

信息技术的第三个投资重点就是终端使用。现在我们讲的“互联网＋”，就是信息技术的终端使用。这个现在我们做得还可以。但是未来投资空间仍然很大，像“互联网＋金融”、“互联网＋教育”、“互联网＋医疗”等，都是终端使用，是一个巨大的投资空间。像“互联网＋金融”，出现许多新的东西，像P2P、众筹、第三方支付等。这些都是信息技术的终端使用引起的。

像众筹，我也遇到过。我住的地方有一个小书店，是我经常光顾的书店，因为他们老板知道我喜欢什么书。比如我喜欢人物传记，他就能够把任何地方出的人物传记都搜出来，所以我经常光顾这个小店。但是前一段时间，店主给我发了一个邮件说，现在实体店被冲击得很厉害，我们的书店运作不下去了。如果你们还想让我继续运作的话，比如再运作3年，那是不是你们一人拿出1万元，如果有50个人拿50万，我保证为你们再运作3年，你愿不愿意？我说1万元没问题，买3年服务太值得了。不过，过了几天他又发来邮件，说不行了，原来我们预计50个人1人1万元，结果有253人都愿意参加，众筹了253万，要么你们253个人当股东1人1万元，按众筹的钱确定一下书店还可维持多长时间。如果你们只想维持3年，那就不是1人拿1万元，而可能是拿几千元就够了。这就是众筹。这就是互联网终端使用产生的。未来中国在这些方面还是有空间的，而且我们现在还做得不错。

当然，还有些终端使用遇到了新问题，像第三方支付。关于第三方支付，大家知道银行现在意见很大，为什么？因为银行只有风险没有收益。第三方支付者没有风险只有收益。最近这方面的征求意见稿提出，每人每天用第三方只准支付5000元，我说这不行吧，钱是我的，我为什么每天只能支付5000元。银行的同志告诉我说，因为过去没有互联网的第三方支付的时候，银行就工作8个小时，你要取款也就是8个小时，但互联网一旦使用，24小时都可以了，可以随意取款。但你放在银行的钱已经贷出去了，而且银行为了应付你取款要搞配付，估计你取1元钱，他就要配付5元钱放在那里，所以你的钱虽然是你的，但是都贷出去

了，你要挤兑银行怎么办？所以这样一来，就出现了一些新的问题，银行一方强调每天第三方支付最多5000元钱，而支付方却说是我的钱，我爱支付多少就支付多少，为什么要限制我，这样矛盾就来了。所以我估计未来情况可能既不是互联网改造金融，也不是金融改造互联网，而是可能会出现非驴非马，是个骡子的现象，也就是要有新东西出来。这些都是终端使用引起的。我们国家在这些方面还有空间，目前投资的空间仍然很大。

由上述可见，信息技术这方面，我们有3个投资热点，一个是芯片，一个是无线传输技术及传输技术提升等，一个是终端使用技术。

当然，现在的信息技术还有两个问题没有解决，一个是没有实现大数据化，一个是没有解决安全性。如果实现了大数据化和解决了安全性的话，就进入新一代的信息技术时代。

由此可见，新一代信息技术有两个投资热点：一个是大数据，一个是安全性。现在这两个投资热点的投资都很活跃。我没有想到的一件事，就是我国的大数据企业好多都集中在贵阳。所以世界第四次大数据会议在贵阳召开。为什么呢？据说因为这种企业对气候有很强的要求，我看他们在一座山的山腰打了一个洞，告诉我说是为了通风。我发现我们在大数据方面的投资也很热。

同时，安全性的投资也有重大意义。现在的信息技术还没有解决安全性的问题。所以中美在安全性问题上才争论来争论去，因为安全性问题在技术上没解决。一旦对方的电网被攻破的话，让你的电厂不能发电；对方的银行网络被攻破的话，让你所有银行不能工作；把你的航空网攻破的话，让你所有飞机不能起飞，等等，一秒钟让你完蛋，所以叫秒杀，这就是因为安全性没有解决。现在要解决它才行，所以许多投资者都在为此投资。就我知道我们不少基金目前在这种投资上是很大的，一旦完成的话，意义重大。

总之，信息技术及新一代信息技术，实际上在中国目前有5个投资热点：芯片、无线传输技术及传输技术提升技术、终端使用、大数据、安全性。这就是战略性新兴产业的第四个要点，信息技术及新一代信息技术，这方面投资具有意义。

5.节能环保。

节能环保属于战略性新兴产业。因为我们国家已经取代美国成为世界最大的资源消费国，节约资源是个大问题；同时我们也是最大的污染国，环境问题是一个大问题。而节能环保不能单靠法律。实际最终是靠技术。因为事情都不能干，当然可以解决环境问题，但是有好多事情必须干，而干了还不能影响环境，这是平衡点。在这种情况下，保护环境靠什么？得靠技术。一旦靠技术，当然就是产业的问题。所以节能环保不仅仅是政策及法律的问题，还是一个产业的问题。因为凡是靠技术解决的，必然会形成产业。

例如，我国每年污水处理的产值有好几万亿，但我们对生活废水处理得还可以，但遇到化工废水就没有办法了，把它们偷偷排到地下，使整个土地都中毒了，像长三角重金属污染就很重，这是近些年工业化的后果，出路只能是靠技术解决问题。

2015年春节期间，有关媒体报道，说四川省的一个城市实现了蓝天白云，就是攀枝花市。春节以后我因为别的事顺便去攀枝花看了一下，确实蓝天白云，为什么蓝天白云？就是因为攀钢脱硫技术完成了。治理环境靠什么完成的？就是靠技术。现在不是谁污染谁治理，而是谁污染谁拿钱，第三方治理，第三方治理当然就是产业化问题。所以节能环保是战略性新兴产业，在中国有很大的发展前景。这是战略性新兴产业的第五个要点。

6.新能源汽车。

我们现在的汽车属于传统能源汽车，因而像排污问题解决不了，连德国大众这样的企业都弄虚作假，搞一个软件让你查不出污染，可能因为这个问题实在解决不了，所以才搞这种欺骗消费者的事。真正要解决问题，就是要走向新能源汽车才行。新能源汽车是未来的方向。像电动汽车，所以中国实际上已经把新能源汽车作为战略性新兴产业来推动。大家看我国最近规定未来任何城市建小区的时候，必须配套一个基础设施：充电桩，充电桩也是最基本的基础设施。大家看到现在好多城市开始大规模启动充电桩的建设。因为这是新能源汽车必须配备的基础设施。这就说明我们要大力推动这种新能源汽车的发展。

目前电动车做得最好的是美国的特斯拉。北京有人买了这种汽车。上次让我去开，非常好开。一点声音都没有。为什么？我后来才知道，

它没有发动机，就7块电池，所以没声音。但是我也很震惊，它没有发动机的话，那么它一旦发展起来，汽车工业咋办？汽车工业的核心是发动机，但它不要发动机，所以这时候我才感悟到，战略性新兴产业的特点，就是在超越中发展自己，这个特点是很明显的。例如网购把很多实体店都搞垮了，大家看现在大的商场除了吃饭的地方人多之外，好多都没有人，因为要买东西网上一点就行，到实体店去干吗？所以我觉得这也是一个大问题，我们要考虑变革的负面影响问题。

但是新能源汽车的发展方向应该不会受影响，而且全世界这方面的变革似乎很快。我看到一个资料，说英国剑桥大学在实验室中已生产出充一次电可以续航660千米以上的电池，而且这种电池可以连续充电2000多次，这些都表明新能源汽车将会很快得以发展。总之，新能源汽车是战略性新兴产业的第六个要点。

7.智能机器人。

大家知道，智能机器人在生产领域使用就产生了物联网，也叫工业4.0。现在发展得很迅速了。上次我到长沙去考察，有一家企业是为全世界的港口提供装备的，这个企业需要大量电焊工，但电焊工很难招，因为这个工种非常累而且有损健康，但是这个企业现在完全不会为此发愁了，因为完全智能化，现场几十个焊枪在运作，就一个人拿一个遥控器指挥就可以了。智能机器人在生产领域运用的话，可以解决许多问题，而且可以实现物联网和所谓的工业4.0。现在许多危险性的生产活动都逐渐在实行智能与机器人化。

智能机器人不仅运用于生产领域，而且现在已经运用到非生产领域了。例如服务业也开始使用它了。像深圳有家公司一开始做遥控飞机的时候，还怕需求量不大，当时估计可能就只有摄影爱好者会买这玩意儿，但后来发现遥控飞机可以应用到很多领域。

人工智能目前在医疗影像、语音等方面的进展很快，我估计像医院的B超室、透视室可能以后都要消失了，因为医生戴个AI眼镜就行了，什么都能看清。最近我看到有人拿着手机大小的语音翻译机，很方便，可以进行中日文对话。

智能机器人现在正在扩大使用领域，像无人驾驶汽车，恐怕也不是遥远的未来，据说技术上都没问题了。但我觉得现在是法律上的问题可

能要赶快讨论。像遥控飞机，如果每家都买，满天飞，出了问题怎么办？谁来负责。有人买是正能量，有人买是为了窥探别人隐私，这就是法律问题了。再例如，无人驾驶汽车，撞死人，谁负责任。我坐在上面我没驾驶它，当然我不能负责任，但谁负责任？是机器人负责任，还是购买机器人的人负责任，这都是现实问题。最近我参与这方面的讨论，才发现法律问题更加紧迫了，因为这些很快都会成为现实。

智能机器人似乎在非生产领域的使用范围越来越大了，例如现在智能保安机器人都已经出现了。我上次去一个地方考察，住宅门口站的就是机器人。我一站在那儿，它就告诉我，请拿出有效证件，连说3次，我还没拿，它说请你后退5步，你要是不退，我就动手了，结果突然就一拳头打过来，吓了我一跳，它非常忠于主人。

所以智能机器人未来的需求会很巨大，智能机器人必定会成为战略性新兴产业的重要要点，有巨大意义。这是第七个要点。

8.高端装备制造。

我们国家的高端制造短缺，所以高端装备制造属于我国的战略性新兴产业，像医疗装备就很短缺，例如核磁共振，我们就生产不出来。在北京你要搞核磁共振检查的话，最快都得等一两天，因为我们短缺。

最近我碰到一家企业的老总，他告诉我，说他们准备要生产核磁共振了。核磁共振的基本原材料是稀土，他们现在已经控制了一个稀土矿，现在唯一要做的就是要找到一个拥有这种生产技术专利的人才，因为它有专利保护，只有找到这个人，他们才可以生产。而且他告诉我，一旦生产，价格比国外的价格便宜30%都有很高的利润，因为国外对我们基本是垄断价格，垄断利润。可见，核磁共振是我们非常需要的。所以，高端装备制造，属于我们国家的战略性新兴产业。

总体来讲，现在在讨论中大家一致认为，我们国家的战略性新兴产业在未来5~10年内，可能主要包括上述这8个要点。新能源、新材料、生物生命工程、信息技术及新一代信息技术、节能环保、新能源汽车、智能机器人、高端装备制造。上述这8个要点的不断发展，将会使战略性新兴产业逐渐成为我们国家的支柱性产业，对增长将有很大的贡献。估计每年为我们提供的GDP总量在50万亿元以上。这是我们判断“十三五”期间及未来较长时期内，我们国家的第一个支柱性产业，即战略性新

兴产业。

第二，服务业。

服务业将上升成为我们国家的支柱性产业。对此，有人不理解。说过去我们讲工业立省、工业立市，现在怎么提服务业是支柱性产业，觉得不可理解。实际上很正常。进入后工业化时代的国家，服务业会逐渐上升成为支柱性产业。我们国家目前已进入后工业化社会，因而当然在“十三五”期间及未来较长时期内，逐渐把服务业上升成为我们的支柱性产业。

不过，我们在“十三五”期间及未来较长时期内，把服务业作为支柱性产业，也有自身具体的原因。主要有3个原因。

（1）就业原因。大家知道，我们国家的就业压力实际上是挺大的。过去就业靠什么？靠增长速度提高就业率。我们国家的增长速度提高一个百分点，就可以创造1000万人左右的就业机会。但是现在我们的增长速度是中高速增长，“十三五”期间及未来较长时期内，只能保持在6到7之间了，显然不可能靠增长速度的提高解决就业问题了，那靠什么呢？得靠服务业，因为在同等发展条件下，服务业是最大限度提供就业机会的产业，所以我们要大力发展服务业，这是第一个原因。

（2）节约资源的原因。大家知道，我们国家在“十三五”期间及未来较长时期内，将取代美国成为世界上最大的资源消费国，但我们所需要的大量资源我们又不能完全提供，所以节约资源是一个大问题。怎么节约呢？得靠服务业。因为在同等发展条件下，服务业是消耗资源最少的产业，所以要大力发展服务业。

（3）提高我国经济结构档次和水平的原因。大家知道，一个国家的服务业在经济结构中的比重是决定这个国家经济结构的档次和水平的。一般来说，服务业占的比重越高，就说明这个国家的经济结构的档次和水平越高。像美国，每年增长的80%来自服务业，对美国每年增长贡献最多的就是服务业，因而美国的经济结构是一个高档次的经济结构。而我们的服务业比重偏低。要提高我们的经济结构的档次和水平，就必须大力发展服务业。

总之，具体来讲，“十三五”期间及未来较长时期内我们把服务业作

为支柱产业的原因，就是上述3个。所以，现在要大力发展服务业。

怎样大力发展服务业呢？我们把服务业分为四大类。

（1）消费服务

所谓消费服务，就是为人们的消费活动提供服务的服务。消费服务包括6个部分：第一是餐饮与商贸，第二是医疗与健康，第三是养老消费服务，第四是儿童消费服务，第五是家政消费服务，第六是信息消费服务。这6个部分我们统称消费服务。

我们国家消费服务现在有巨大的发展空间，因为严重短缺。例如医疗与健康就是如此，我们的医疗与健康领域有两个问题，一个是看不起病，一个是看病难。看不起病和看病难是两回事。看不起病是资金的问题，是社会保障制度改革的问题。看病难则是服务业不发达的问题，有钱也看病难，这是因为医疗与健康服务业的不发达，所以要解决看病难的问题，只有靠发展医疗服务业才行。

从目前来看，现在仅仅靠政府，医疗与健康这个服务业发展不起来。所以我们现在开始鼓励社会资本进入。最近我们这方面改革的重要方向是放开社会资本进入医疗与健康领域。过去是不放的。后来放了一点，例如只能办非营利性医院，现在全部放开了。为什么？因为这种服务业有巨大的发展空间。对于看病难，可能大部分人都有体会，看病难的原因是我国服务业发展严重不到位，因而要大力发展。

再比如，养老消费服务。养老消费服务在中国越来越重要。因为我们已经进入老龄化社会了，但是养老消费服务不是我们讲的养老地产的问题。我一直弄不清楚，为什么一讲到养老消费，就和地产搞一起，不是这个问题。投资养老消费服务，要控制两个团队，一个是老年病治疗团队，一个是老年特殊服务团队。将这两个团队组织起来，就能投资养老消费服务，而且投资空间很大。

我考察过日本养老消费服务。它分为两种模式，一个叫集中型，一个叫分散型。集中型的就是托老所，分散型就是你住在你家里，公司给你提供定期或不定期的服务。我专门考察过日本的托老所，它的分类很细，其中有一个部门叫老年失忆症患者部。这个部门的负责人告诉我，一般感到不安全、具有焦躁不安倾向的老年人容易得这种病，得了这种

病以后他经常会跟你讲些莫名其妙的话，他讲完之后你一定顺着说，千万不要呛着说，呛着说就要闹事。比如，他突然告诉你他中大奖得了两个亿，你就说是，已经给你存在银行放好了，这样他就会高兴地走了，玩去了，如果你说没有，他就开始砸东西。所以有时候我们还得找一点让他们高兴的事。比如有一天宣布，请大家注意，安倍首相明天来看望大家，大家听了很高兴，但一转身就忘了，高兴就行。有时候打针他们不去，你告诉他说，你得去，因为那个医院是你办的，你得体验一下，他们就高兴地去了。这个负责人告诉我，这种养老消费服务并不是你们想的那么简单。我觉得很有道理。

2015年10月北京媒体大量报道了一件事情，就是北京大学钱理群教授把自己的房子卖了，住到养老院去了，一个月的费用是2万元人民币，住的房子的面积100多平方米大，各种服务都由养老院提供。对此大家讨论得很热闹。在讨论中就有人提出来，他能拿出2万元一个月，我们拿不出来怎么办？我说，你拿不出来找政府，跟人家养老院没关系。因为你面临的问题是养老的社会保障问题，就是讨论政府在养老中发挥了什么作用的问题，而这里是讨论养老消费服务的问题。养老保障与养老消费服务是两个不同的概念，是两回事。我估计我国养老消费服务，未来需求很大，例如像老年失忆症患者，我们国家年发病增长率是7%，跟我们GDP的增长速度差不多。这种病没法在家庭中养老，因为他们不认识亲人了。最近有个企业家，父亲得了这个病，他告诉我，为了能让老先生安度最后的这些年，给他雇了3个保姆。结果3个保姆把他父亲一捆放在楼道，自己玩去了，因为这种病人不会说。所以他就问我，咱们国家有没有这种养老机构，一天多少钱都可以。很可惜我国没有这种养老机构啊。实际上大家注意中国现在不是没有投资机会，而是有巨大的投资机会。这种消费服务不要小看它，未来有巨大的发展空间。

最近有人告诉我，他原来盖房子，现在不盖了，干什么呢？搞消费服务。承包了几个小区，每个小区建了网站，给住户提供所有的服务。例如办护照、签证、医院挂号等，所有事都可以服务。他告诉我说需求巨大，只要你设定费用就行，他告诉我说，现在中产阶级最大的问题就是怕麻烦，只要能解决麻烦，多少钱都行。因为对富人来讲，凡是钱能解决的，都不是问题，他们就是害怕麻烦，所以，只要你帮他解决就行。可见，这种服务业有巨大的投资机会。

总之，消费服务在我们国家未来有很大的发展前景，这是第一种服

务业。

（2）商务服务

所谓商务服务，就是为人们的商务活动提供服务，我们将这种服务叫作商务服务。商务服务是一个宽泛的产业概念。大致上包括五大类。第一类是金融服务，例如像商业银行、投资银行、证券、保险、基金等都属于这种服务。第二类是商事服务，包括会计师事务所、审计事务所、经济商务类律师事务所等。第三类是投资咨询，包括各种投资咨询、管理咨询、经营咨询等公司。第四类是园区管理业务，包括园区开发、管理经营等公司。第五类是家庭财产管理服务，包括货币财产管理，也包括非货币财产管理。

上述五类都属于商务服务，商务服务在中国有巨大的发展空间。尤其我们看到，改革的步伐很快，例如金融改革、放管服改革、混合经济改革等，都会推进商务服务业发展，因为这些改革使得许多经营活动都有第三方参与了，第三方参与实际上就是商务服务业。因而商务服务业有很大的发展空间。这是第二种服务业。

（3）生产服务

所谓生产服务，就是为生产过程直接提供服务的服务。生产服务也是个宽泛的产业概念。例如北京有一家公司为全国的钢厂服务，帮钢厂调整工艺流程，实现节能环保，帮钢厂在钢水出口处加一种原料，生产新的钢，这叫作产品功能定位，或者在炼钢设备上喷一层原料，让它延长设备的使用寿命，等等，这些技术服务，就是生产服务。北京现在有一大批所谓的轻资产公司，就是没有什么资产，就几十个技术人员，为某个行业或产业搞技术服务，技术服务就是很重要的生产服务。

再比如，设计也属于生产服务。无论是服装设计、工业产品设计，还是建筑设计等，都属于生产服务。比如像工业产品设计。最近大家如果家里要换空调，你发一个帖子，向网民咨询一下买什么牌子好，你注意网民给你推荐的第一个品牌一定是三菱，为什么推荐三菱，空调实际上核心技术都是一样的，没什么区别，那为什么推荐它？因为它的设计变了，出风口声音非常小，夏天在卧室里开着它，一点声音都没有。这是什么带来的价值？是设计带来的。所以设计是生产服务的内容。

生产服务在中国有巨大的空间，因为世界潮流是一个企业只做自己最核心的部分。大量生产经营活动要外包，外包就是生产服务发展的一种新情况。最近我碰到一个搞农业的，他说现在搞农业单个投资回报率很低，例如养一只鸡才赚几毛钱，养一头猪才赚几块钱，真要赚钱的话，要靠规模农业才行。但是一旦走上规模农业的道路，生产服务就必须跟上，例如有的提供兽医服务，有的提供市场服务，有的提供种猪服务等，没有生产服务不可能通过规模农业而提高农业回报。所以，生产服务在中国有巨大的发展空间。

总之，生产服务实际上包括三大类：第一是技术服务，第二是设计服务，第三是生产业务外包服务。

（4）精神服务

所谓精神服务，就是为满足人们的精神需要而提供的服务。这种服务业我们统称为精神服务。人的享受实际上就分两种，第一种是物质享受，这种享受靠消费服务满足；第二种是精神享受，这种享受靠精神服务满足。精神服务是一个宽泛的产业概念，包括四大类：第一类是影视、音乐、戏剧，第二类是收藏、非遗、博物馆，第三类是旅游、休闲、娱乐，第四类是文化、出版、体育、美术。这些以满足人们精神需要为特点的服务都属于这种服务业。

精神服务是重要的服务业，因为人富有之后，物质享受逐渐会失去增长的弹性，例如我们吃馒头，穷的时候每天吃两个，富了不可能每天吃30个，人的消费支出实际上大量是精神消费支出。例如一部电影卖十几个亿没什么大惊小怪的。只要你能满足不同阶层的精神需要的话，一定有票房价值。2015年有部电影叫《捉妖记》，卖得还不错。我专门去看了一下，为什么票房那么高，就是因为能满足不同社会阶层的需要。比如你是很有思想的人，作者通过人和妖的关系，告诉你当下社会的实际弊端在哪里，怎么解决它，你看了以后很有认同感，认同感就是一种精神享受。而小孩什么都不知道，看着胡巴好玩，高兴地大喊胡巴胡巴。正是满足了不同人群的需要，才有票房价值。据说《捉妖记》拍了两次，第一次拍完后发现主演吸毒，就不能上映了，又重拍了一次。投资方为什么敢第二次投资呢？因为知道有票房价值。当然，这种服务业要注意满足人们的精神需要才行。

请大家注意，未来对精神服务业的投资都有巨大的意义。例如旅游，未来空间就很大，2015年我考察“一带一路”，去了河西走廊几次，河西走廊有一个城市叫张掖市，有个景点叫丹霞地貌，我看过的丹霞地貌比较多，觉得它并没有太特殊的地方，很一般，但是那里人山人海，80多元钱一张票，我看了一下，游客百分之八十来自中国发达地区，他们为什么要看这玩意儿呢？因为我发现只有在这个地方人才能体会什么是苍凉感，山清水秀的发达地区没有这感觉，到这里才有这种感觉，所以发达地区来的人很多。人就是追求短缺的，越没有什么就越追求什么。我告诉当地政府说，你们一年接纳1000万人，10年才1个亿，我们13个亿，若每人一生来一次，需130年，因而有巨大的投资机会。

2015年8月我到格尔木看到，一个企业投资旅游设施，我说你们一定要投资，因为只有这里才有昆仑文明和盆地文明，只有这里才能感悟昆仑文化和盆地文化。中国人每人一生来一次，你就够了。这种精神消费在中国会越来越广泛，不要小看它。

我估计精神服务业在中国的投资，具有巨大的空间，但现在有人往往忽视它。实际上是错的。人富裕之后的消费支出不是物质消费支出的不断上升，而是精神消费支出的上升。更多的支出是精神享受，只要你能搞出满足人们精神需要的产品，一定有很大的潜力。因此精神服务是第四类服务业，要大力发展。

总体来看，我们把服务业分为上述这四大类，消费服务、商务服务、生产服务和精神服务。这四大类服务业的发展，逐渐使服务业的贡献不断提高，服务将成为我们的支柱性产业。

其实，服务业的作用现在已经逐渐显现出来了。例如在2015年1—12月，对经济增长贡献最多的就是服务业，占了整个贡献的60%左右，服务业的支柱性地位已经显现出来了。因此，中国目前的增长速度回落不用害怕，因为我们在调整结构，很正常，没什么大惊小怪的。随着服务业上升成为我们的支柱性产业，中国经济仍然会保持中高速增长的，估计服务业每年对GDP的贡献会在40万亿元以上，这就是我们预计的第二个支柱性产业，即服务业。

第三，现代制造业。

现代制造业将上升为支柱性产业。大家知道，制造业分两种，一种

叫传统制造业，一种叫现代制造业。怎么划分的呢？不是谁现代化，谁不现代化的问题，而是按所生产的产品的社会性质划分的。一般来说，传统制造业是生产私人产品的，吃穿住用都靠它，现在我们的传统制造业严重过剩了；现代制造业是生产公共产品的，我们的公共产品短缺。所以生产公共产品的现代制造业将代替传统制造业，上升为我们的支柱性产业，我们要大力发展现代制造业。

怎么发展现代制造业？在“十三五”期间我国现代制造业大致上有6个要点。

1.航空器制造与航天器制造。

航空器就是飞机，航天器就是卫星。

为什么把航空器即飞机作为一个重点？因为我国是一个飞机需求大国，现在空客和波音的第一大客户是中国。大家想想，我们如果能自己生产飞机，不买它们的飞机的话，我们恐怕就不会为7%左右的增长率发愁了，很可惜我们生产不出来，但是市场需求巨大。

同时，我们国家也是通用飞机需求大国，通用飞机就是低空飞机，私人飞机。最近我们讨论通用飞机的时候，大家谈到消费热点，大家说消费热点一般是从富人开始，逐渐扩散到一般人群，现在富人的消费热点是什么，大家说是私人飞机。按照消费的传导规律，通用飞机，一旦富人玩它的时候，它就会逐渐通过租赁的方式扩散到一般人群，因为一般家庭买不起飞机，但一家人甚至几家人联合起来能租得起，例如几家人租架通用飞机到三亚玩一圈，这个支付能力是有的。租赁一旦起来，我们也就成为低空飞机需求大国了。所以请大家注意，不要小看这个要点，坐低空飞机是会上瘾的，我坐了几次之后一到机场就琢磨能不能再有机会继续坐它，不想坐那个大飞机了，它有3个好处，第一不安检，直接登机，第二准时起飞，因为高空拥堵而低空不拥堵，第三它是家庭式的装饰，喝瓶啤酒，一晃就到了，所以是享受的感觉而不是感到疲劳。所以我坐了几次特别有感触，因而一到首都机场就想，今天有没有朋友的私人飞机坐一下。

卫星也是我们现代制造业的要点，因为我国卫星制造有自身的技术及性价比，不仅可以满足国内各种市场的需求，也可以满足国际市场的需求，有巨大的发展潜力。

所以，现代制造业现在的第一个要点就是航天器制造与航空器制造，并已开始启动。例如我们和俄罗斯准备联合开发宽体客机。再如2015年国庆节前我们中航集团公司的三家上市公司停盘，我估计是要把发动机独立出去了。飞机和发动机不应该是一家公司，要分开了。因此，我们的布局已经启动了。这是现代制造业的第一个要点。

2.高铁装备制造。

我们国内市场对于高铁装备的需求巨大，而且在国际市场有非常强的竞争力。据说，2030年我们每个县都要通高铁，因为我们终于发现在中国这一人口众多且国土面积巨大的国家，陆地上最佳的交通工具就是高铁，极其方便，一下子带动了整个经济，人流物流信息流都活跃起来了。

江西萍乡市的朋友一直请我去，我没有答应，因为到南昌下了飞机还要坐5个多小时的汽车，当然会很累，我一直不愿意去，后来他们告诉我说，魏老师你来吧，高铁通了。45分钟就可以从南昌到萍乡。他们告诉我从萍乡再往前坐半个小时就是长沙了，我去了发现人流及物流一下子就多起来了。高铁将是我们未来最大的交通发展方向，市场巨大。同时准备出口。大家知道印尼的高铁合同已经签了，泰国的高铁合同在2016年就签了。英国的估计也没问题。俄罗斯的高铁合同也签了，我估计中国高铁走向世界是没问题了，可以说，高铁现在成了中国的一张名片。

我觉得中国改革开放中做得最成功的一件事就是高铁装备制造。引进、消化、吸收、提高，从而形成了自己的高铁装备系统。大家知道，10年前咱们在高铁上是学生，人家是老师，现在老师和学生同台竞争了，而且学生竟然能竞争得过老师，这是中国改革开放后做得最成功的一件事，很有意义。

高铁装备制造一旦启动，它所带动的产业便是多方位的，例如钢铁会因此拉动起来。我2014年到内蒙古调研，去了包头市的包钢，包钢不是央企，是地方国有企业，他们告诉我说：“魏老师，我们早就不生产建筑钢了，建筑钢严重过剩了，我们生产高铁轨道钢。”这时我才知道北京到上海的京沪高铁轨道的70%都是包钢生产的。2014年我们通车的日喀则到拉萨的铁路轨道，也是他们生产的，那是高寒地带，一会儿冷一会

儿热，对钢铁有很大要求。大家想想，高铁装备制造让我们钢铁过剩的生产能力也找到出口了，尤其是我们对外出口高铁装备，是一个系统工程。从钢轨到信息，到电力，到装备等是一体化的。有的国家让我们建设完以后运营一段时间再交付给他们，大家想想，这对中国经济的拉动得多大。这就是现代制造业的第二个要点。

3.核电装备制造。

大家知道，我们已经完成了核电装备制造第三代及第四代技术的突破。首先国内未来的需求是巨大的。现在我们的核电不一定在海边，内地的湖边及河边都可以。大家知道，内地修建核电的可行性调研已经开始，因而国内市场需求巨大。同时，核电装备还要走向世界。我们早已经开始帮助发展中国家制造核电设备了，例如巴基斯坦已经开始建了。发达国家我们也可以进入了，像英国这一次签了协议，就标志着我们的技术已经达到发达国家的水平了。尤其是英国在这方面是要求极其严格的国家，能进入英国就能进入别的发达国家，英国对我们起到了广告示范效应。我们把核电制造作为要点来发展。

所以，现代制造业的第三个要点就是核电装备制造。

4.特高压输变电装备制造。

为什么要把这个作为要点呢？因为我们准备用特高压技术改造中国电网，因此特高压输变电装备制造就成为现代制造业的重点。原来有人对此技术有些担心，因为全世界现在没有一个国家使用这种技术，我们一旦用这种技术改造中国电网，就会形成全国统一电网，全世界现在没有这种状况，例如美国的电网是以州为单位的，我们一旦形成了统一电网，会不会有安全性问题。现在似乎大家逐渐形成共识了，已经决定用特高压技术改造中国电网。正因如此，特高压输变电装备制造便成为现代制造业的重点。估计“十三五”期间此项投资拉动的直接与间接投资可能有4万亿元左右。而且，据说现在国外也有国家对这种技术很感兴趣，例如墨西哥就承认我们的技术，要求给他们输出，这样一来，国际市场也会起来。因此特高压装备制造当然就成了我们现代制造业的重点，这是第四个要点。

5.现代船舶制造。

大家注意，现代船舶制造，不是船舶制造。现代船舶制造是以能生产航母为技术标准的。能生产航母的这种技术水平的船舶制造才叫现代船舶制造。为什么把现代船舶制造作为重点呢？因为我们要构建航母编队。你们看2015年9月的抗战胜利阅兵就充分释放了这个信息，因为天空中有舰载机编队飞过。舰载机就是在航母上起降的飞机，这就是告诉大家，建立航母编队是中国海军的一个发展方向。这就决定了现代制造业要把现代船舶制造作为重点才行，因为航母不能光买别人的。尤其是航母自己没有战斗力，它是海上飞机场，一旦运作起来就要保护它，例如水下有潜水艇，水面有巡洋舰，空中有预警机。因而生产航母编队，反映了一个国家的现代制造业的水准。所以，现代船舶制造就成了现代制造业的第五个重点。

6.数控机床。

数控机床属于制造的制造业，有许多高精工业部件是靠人生产不出来的，需要数控机床才能生产出来，因而数控机床很重要，没有它，就没有高精度的制造业。然而，数控机床恰恰是我们的短板，因此，我们必须大力发展数控机床。当然，它涉及人工智能及装备等方面的问题。

总体来讲，“十三五”期间及未来较长时期内，现代制造业的基本重点就这6个，由此可见，现代制造业生产公共产品，我们的公共产品确实短缺，所以要大力发展现代制造业，让它逐渐上升为我们国家的支柱性产业。

总之，我们估计“十三五”期间及未来较长时期内，我们国家的支柱性产业主要是这3个：一个是战略性新兴产业，一个是服务业，一个是现代制造业。也就是说，结构调整实际首先表现得最为突出的就是支柱性产业的变化。原来的3个支柱性产业就是传统制造业和房地产产业、建筑业，它们将不能再作为支柱性产业存在了，将产生新的支柱性产业，这就是，战略性新兴产业、服务业、现代制造业。这3个产业将逐渐上升取代原有的支柱性产业，成为我们国家新的支柱性产业。当然，传统制造业和房地产产业、建筑业我们还需要。因为它们涉及民生，我们的吃穿住用行都来自传统制造业和房地产业、建筑业，但是它们将不再是支柱性产业，将逐渐转向常态性产业。所以“十三五”期间，在新的支柱性产业上升的同时，原来那3个支柱性产业，即传统制造业和房地产产业、建筑业将逐渐地转向常态性产业。当然，这种转型的过程也很

艰难。

比如，传统制造业转型就很艰难。我最近调研的时候，发现企业家们都很艰难。因为这种产能过剩我们是第一次遇到。我们过去是什么都缺，现在是什么都多了，过剩的危机第一次遇到。就像过去我们穷的时候得的病是贫血，我们对这种病已有了经验，现在富了一下子脂肪肝出现了，对这种病还不适应。

当然，国家也会帮助企业转型，例如中国要在国际上搞产能合作，尤其是“一带一路”。就是要让更多的过剩产能转移出中国。沿着“一带一路”的国家，我们在传统制造上还有一些优势。总之，要让一部分产能在国际合作中走出国门，从而缓解企业的压力。强调和国际的产能合作，强调“一带一路”，必然会让一些产能能够在国际市场上释放，缓解国内产能过剩的压力。

就是这样，对于企业来讲，目前也仍然很艰难，所以最近调研的时候，他们老问我说，魏老师，你是经济学家，有什么好办法没有？我说我也没有办法，只有一个字——熬。看谁能熬过谁。熬到最后就是能撑下来的，熬不住就是倒闭，就是这个办法。所以，现在根本不是看谁能赚钱，关键是看谁能赔得起，有的企业赔5年都不倒，有的赔两个月就倒了。剩下就是赔得起的企业，这种生产能力能生存下来的，就会成为我们未来的传统制造的中坚力量。企业在熬的过程中，不是看谁赚得起，而是看谁能赔得起，能赔得起就能生存下来，赔不起就被淘汰掉，产能过剩的问题就能得以解决。我们估计“十三五”期间传统制造业产能过剩的问题也可以得到解决。

再一个就是房地产产业。房地产产业库存的压力2016年可能会比2015年更重，因而要去库存化。去库存化的有效方法是把房地产全部交由市场调节。交给市场调节，实际上市场的供需关系的规律就开始起作用了。凡是严重供过于求的地方，房价就会下跌，而供不应求的地方房价就会上涨。通过供求关系规律让房地产回归为常态性产业。这个规律现在已经开始起作用。最近调研的时候，我碰到一个我的学生，他是搞房地产的，他说房子卖不掉可能有两种情况，一种是供给过剩，一种是需求不足。供给过剩说明不能干了，而需求不足还可以干。问我如何判断怎样是供给过剩，怎样才是需求不足。我告诉他只有一个指标，就是价格弹性。比如一降价马上就能卖掉，就是需求不足；降价也卖不掉，就是供给过剩，那你就要具体评价一下你还能不能再干。总之，我们只

要交由市场来调节，供需关系规律必将强势起作用。

现在有些人老问我还能不能买房子，我说不能笼统地问，要问在哪买和买什么样的房子。在市场供求规律起作用的条件下，买房只有一个诀窍，也只有一个办法，就是预计一下这个地方的房子10年后的供需关系。10年后这个地方的房子仍然供不应求，现在多高的价格都敢买，如果10年后这个地方的房子严重供过于求，现在多低的价格也不能买，因为房子的供求关系决定房价。一旦交给市场之后，大家注意实际上就是供求关系在起作用。我们已经决定不救房地产了。因为房地产是严重供过于求的问题，不是资金或者别的方面出了问题，去库存化只能靠市场。当然，有人老幻想救，现在不是救不救的问题，而是要全部推向市场，这就是要让供求关系强制性使中国的房地产产业走向供需平衡，成为一个常态性的产业。

市场调节的力度是很大的，我估计可能房地产产业在2016年的五六月份最难受。一旦房子没法销售，资金回流不畅通，资金流出现问题的话，房地产产业的资产重组及房地产倒闭就会开始出现。因为交给市场后，完全是供求关系来决定，一旦投资失误，这个地方的房子严重供过于求，你再想救也没办法，所以房地产企业自己得想办法突围。

我最近调查房地产产业的时候，有的人很极端，抱怨有关部门不救房地产，抱怨银行贷款收紧，我说你得想办法自我突围才行。因为一旦交由市场，就不是救不救的问题。大家知道，这一次房地产是因为供求关系出了问题，不是什么不放贷款的问题，不是什么制度缺失的问题，就是没有市场需求了。这样一来，市场供求关系这个规律就很起作用了。所以我估计2016年五六月份中小房地产的倒闭潮就要来了。

大致在“十三五”期间，房地产产业可能会逐渐自我调整，转向一个常态性产业。总体来讲，“十三五”这5年期间，原来所谓的支柱性产业即传统制造业、房地产产业、建筑业，将逐渐转向一个常态性的产业。完成这个调整，应该不会有太大的问题。

当然，对于个人来讲，情况就不一样了。有的企业可能压力非常大，有的甚至破产倒闭，所以大家知道，结构调整经常显现出来的就是企业家的改朝换代。过去像传统制造业、房地产产业、建筑业是我们的支柱性产业，因而相关的人，就非常知名，非常活跃。而随着它们逐渐转向常态性产业，过去一些比较活跃的人可能逐渐就淡出历史舞台，而

与新的支柱性产业相关的人就应运而生，活跃起来了。这种现象实际上已经开始了。

最近我们一个房地产的老总讲得很有意思。他说过去政府请吃饭，我们坐的是主桌，现在坐得偏点了，现在谁坐主桌？是“互联网＋”。我估计再过几年大概好多知名人士都会消失不见，而名不见经传的就会应运而生了。2015年国内评的十大富翁，房地产只剩下两个了。8个都是别的产业的。随着“十三五”的推进，大家将会看到有许多名不见经传的人就活跃起来了，这是结构调整的必然结果，所以这也是企业家的改朝换代。

我估计我们结构调整的难度一定很大，实际上现在各方面都感到了压力，但是一旦结构调整完成的话，中国的经济结构将达到发达国家的水平。这是具有重大历史意义的变革。所以建议大家最近别老看增长速度有些回落的问题，我们对这个已经不那么关注了，很关注结构调整。

“十三五”到2020年结束，等到2020年大家再回过头来看，会发现我们的经济结构发生了巨大的变化。这就是和大家讨论关于结构调整的问题。因为目前经济结构调整主要表现在支柱性产业的变化上，所以主要给大家介绍一些这方面的情况。

深化改革

上述产业结构调整，需要有新投资方面的作用，也需要有存量资产的调整，这既涉及新增投资的结构问题，也涉及存量资产的调整问题，因而需要有资源配置的高效性支持，这既包括新增投资的高效性，也包括存量资源的重新高效配置，即资产重组的高效性。因此，从产业结构调整的角度来说，我国经济体系改革主要应包括以下改革。

金融体制改革实现金融自由化

金融改革就是金融体制的改革。这是率先要完成的改革。

金融改革的重点是什么？过去我们的金融实际上是一个垄断部门，而“十三五”期间及未来较长的时期内，要走向金融自由化。所谓金融自由化，就是指金融要全面放开，从垄断转向市场，实现市场化。金融改革大致上有6个重点。

第一，利率市场化。

商业银行的存贷款利率，国家不做决定了，由市场来决定，这就叫市场利率化，这项改革已经开始。2015年10月23日这次降息与以往不同，这一次降息央行公布了一个基本利率，但没有约束性，不再给商业银行规定浮动上限，过去是定一个基准利率，然后给商业银行一个波动的上限，这一次已经没有上限了，商业银行认为利率是多少就是多少，不再受央行约束。我估计未来央行可能还会公布存贷款基准利率，但没有约束性了。商业银行的存贷款利率由商业银行自己来决定。怎么决定呢？根据货币的供求关系来决定。这一项改革已经有了重大推进，这就叫利率市场化。

大家知道，过去商业银行的存贷款利率是国家定的。商业银行利率是行政化的，而现在全部放开了，走向利率市场化。利率市场化启动以后没有出现所谓的高息揽存问题。这也告诉大家一个新时代的到来。过

去是资本和土地的天下，未来将是技术与劳动的天下。资本回报率会越来越低。而未来真正上升的是技术和劳动的收入。这是新时代的到来。所以银行利率放开之后，存款利率没有出现太多的上升，而基本就在基准利率上下。这就告诉大家一个新时代的到来，我们知道过去最值钱的是货币和土地，但未来最值钱的将是技术和劳动。

利率市场化从根本上已经开启了，“十三五”期间必定要完成了。利率市场化喊了几十年，这一次要完成这个划时代的改革。利率全部交由市场来调节叫利率市场化。存款人和贷款人、银行之间讨价还价，最后达成一个共同确定的价格就是利率市场化。这项改革要在“十三五”时期完成。

当然，利率市场化改革还是要分步推动。首先是贷款利率市场化，银行根据放贷对象来确定利率。至于存款利率的放开，可能要慢于贷款利率放开，可能央行还要公布一个基准利率，有一个适当的调控方式，然后在条件成熟时再完全交由市场调节。

第二，汇率市场化。

汇率市场化就是外汇价格不再由政府定而是由市场定，市场定就是外汇的供求关系决定汇价。我们国家决定外汇供求关系的重要数字就是我们的外汇储备量。外汇储备量决定了外汇的供求关系，而外汇的供求关系决定了汇价。这一项改革在2015年8月11日就已经启动了。我发现，如果连续3天外汇储备量减少，人民币一定会进入贬值通道；外汇量连续3天增加，人民币就一定会进入升值空间。而决定外汇供求关系的就是外汇储备量。大家知道，2015年8月，有一天外汇储备量减少了900多个亿，人民币的价格一下子贬到1:6.47。所以这时的汇价是由市场决定的。2015年8月11日是我们汇价转轨的一天，从完全由政府决定转向由市场决定。

现在我们国内的外汇市场收市已经延长到23：00。和欧美外汇市场基本对接，解决时差的问题，就是说我们的汇价基本上放开了。估计我国外汇储备量如果能保持在3.5万亿到4万亿之间的话，人民币对美元的汇率就能保持在1：6到1：6.5之间，因为这是由市场决定的，我们已经基本启动了这项改革。

我国的这项金融改革，使得美国财政部不再讲中国操纵汇率的问题

了。国际货币基金组织也正式表态中国没有操纵汇率，七国集团也承认中国汇率是市场调节的结果，而不是政府操纵的结果。我国的这一项改革取得了突破性进展。在汇率市场化的条件下，大家关注汇率的话，一定要关注外汇储备量，它是决定中国外汇供求关系的基本要素，而供求关系决定了汇价，这是新的运转规则，这就是市场调节汇价。

有人讲人民币没有大幅度贬值的基础，实际上这种说法取决于一个重要的数据，即中国政府会把外汇储备量控制在3.5万亿到4万亿之间。只要外汇储备量控制在3.5万亿到4万亿之间，人民币就没有大幅度贬值和升值的可能。因为汇价是由市场供求关系决定的。这一项改革实际上已经取得了根本性突破。这是我们金融改革的第二个重点。

第三，人民币在资本项目中可自主兑换。

人民币可自由兑换，我们在贸易项目下已经放开了，从事贸易的企业的换汇与结汇基本上是自由的，但资本项目还没有全放，最近在自贸区试点放。自贸区的企业和个人，只要有国外法律认可的投资凭证，在换汇上也没有太大约束，直接在银行办就可以了。过去要到外汇局批指标，现在不用了，直接由银行操作就行了。当然，在这方面，现在还有一个没有放，就是一个身份证一年只准购买5万美元，这个规定还没有取消，我估计未来会提高这个额度。人民币可以自由兑换，先从自贸区开始，最后逐渐发展到一般人群，但对还没有海外投资凭证的这些人，估计外汇兑换额度可能还会控制在一定限额内。

我估计“十三五”会完成这项改革。为什么呢？因为我们国家希望人民币成为第五种世界货币，而要成为世界货币，当然就必须可自由兑换。现在有4种世界货币，美元、欧元、日元、英镑。人民币要成为第五种世界货币，要成为第五种世界货币当然要能自由兑换才行，所以这一项改革在“十三五”期间是要完成的。

大家知道，国际货币基金组织公布对人民币能不能成为世界货币的技术考核已经完成了。最近将公布这一考核的结果。如果技术考核结果符合要求的话，人民币就会成为第五种世界货币。

当然，我们讲的可自由兑换不是自由放任，而是有效管理下的可自由兑换。因为如果放任自流，外汇就有可能会大量流向海外，外汇储备就会大幅减少，从而引起人民币大幅度贬值，我们要在汇价与自由兑换

之间找到一个平衡点，兼顾两项改革，这就是有效管理的可自由兑换。

大家知道最近我国有一件重要的事，就是人民币跨境支付已经放开了。大家注意人民币跨境支付，这个动作很厉害，等于我们要摆脱美元体系。过去我们做任何生意，整个货币流动都在美国的监控之下，因为你都要进入美元体系，你的钱流向哪里，怎么回事，人家都很清楚。但一旦走向跨境支付就要打破这个约束了。实际上这也是在为人民币成为世界货币做充分的准备。因此，我估计资本项目的可自由兑换，也是“十三五”要解决的问题了。这是就金融改革的第三个要点。

当然，诸如企业海外并购、个人海外不动产及证券投资等的放开，可能还需要一个很长的过程，尤其是一旦国际经济情况发生不利于中国的变化，这些项目的放开就更为遥远。

第四，银行自由化。

什么叫银行自由化呢？就是人们可以自发地成立银行，同时银行也可以自由破产。这项改革“十三五”一定会完成的。大家知道，2015年5月1日，我们实施了一个制度，叫作存款保险金制度。存款保险金制度是保证银行自由化的一个重要制度。大家如果了解西方金融史的话，就会知道西方之所以能自由地开办银行，银行能破产的原因，就是因为这个制度的实行。过去我国没有这个制度的时候，不准民营企业办银行，因为你办的银行出了问题国家要负责任，国家得托底，这叫作国家信用，因而不能随便办银行。而一旦这个制度实行了，银行出了问题，国家不托底了，而是靠商业信用，当然可以自由办银行了，因为责任自负。这个制度等于给银行上了保险，出了问题保险给银行兜底，既然国家不负责任了，当然国家就不能阻止自由办银行了，所以银行就要放开。

据说，我国2015年5月1日将这个制度公布之后，现在到银监会申请办银行的已经有60多家民营企业。谁能办银行，银监会制定了标准，据说这60多家民营企业都符合标准。一旦放开的话，几十家民营银行就产生了。前些年我们搞了好长时间才产生了5家民营银行，而现在可能会出现几十家，“十三五”期间可能将有大量的民营银行产生。

银行一旦放开，银行的竞争就开始了。银行一旦开始竞争，银行这个职业就不再是一个旱涝保收的职业了。银行最需要什么人呢？最需要

的是不需要担保和抵押敢把钱贷给你，因为知道你能把钱还回来，本息能还回来，银行最需要这种人，担保和抵押对银行来讲都有损失。而现在银行里无用的人太多，因而很快就会裁员，而不是未来再裁员，“十三五”时期裁员最多的可能就是银行业，真正的竞争开始了。现在我们国有银行有一些行长，不是真正的行长，是官衙门。现在我们国有银行有的行长到民营银行当行长不会干，几个月就辞职了，真正的竞争已经开始了。浙江台州的民营银行不需要担保抵押敢把钱贷给你，这是真正的银行，随着银行的放开，银行的竞争将会在“十三五”变得非常激烈。裁员和变现不动产都是很正常的事。这就是金融改革的第四个重点，即银行自由化已经启动，“十三五”要基本完成。这项改革很重要。这是金融改革的第四项。

第五，放开非银行金融。

非银行金融将在“十三五”全面放开。像各种基金，无论是私募还是公募，无论是证券基金还是产业基金，都要放开。债券、证券、保险、资产证券化等都要放开。我们在金融方面放得最快的就是非银行金融，加之互联网的冲击，使得非银行金融发展很快。“互联网＋金融”出现了许多新的现象。我们不得不去放开。所以大家看非银行金融最近放得很快。

最近我去西部调研的时候，有人有意见，说你们放得太快了。为什么呢？因为现在谁都可以租个门面房办投资公司来高息揽存，骗我们的钱。我说这不是放得快的问题，而是你要有风险意识才行。你得注意，改革一定是和风险挂在一起，你要是没有风险意识，人家会琢磨你的本金，你琢磨人家利息，你想谁完蛋？要有这种风险意识，因为这都是放开的必然结果。所以，不是我们放得太快，而是人们要随着这种新体制的逐渐建立而有风险意识才行，这些随着改革形成的都是新的意识。总之，非银行金融放得很快。

第六，资本市场改革。

资本市场改革中的一项重要改革，就是把上市从审核制变成注册制。所谓上市从审核制变成注册制，就是指谁能上市谁不能上市不是政府说了算，而是投资者说了算。投资者认可你，你就能上市，这就是注册制。美国就是注册制。谁都可以上市，先在股权交易市场交易股权，

交易得很好，大家发现这个企业好，就进入证券交易，最后到纽交所。谁决定企业能不能上市？是投资者。从审核制转向注册制是重大改革。

注册制一旦形成后，股市的牛市体制就基本建立起来了，在注册制条件下，能上市流通的一定是优质资源。非优质资源根本上不去，因为投资者不认可。投资者并不会随意认可你上市的，而是要求你要有相应的承诺。例如，美国投资人认可的能上市的企业，企业对投资者要有承诺，其中一条重要的承诺就是强制分红。企业要先告诉投资者分红是多少。有人问马云，你如果再有选择的话，还会在美国上市吗？马云说坚决不在美国上市，压力很大。新东方在美国上市后，经营班子非常累，基本上都给股东打工了。为什么？强制分红。一旦达不到要求你就得退市。所以美国资本市场是个投资性市场，我们是投机性市场。我们的上市公司第一年还可以，第二年利润就出现问题，第三年就不行了，第四年就得“戴帽子”，第五年就要重组，这实际上就是圈钱。因而在审批制条件下，投资者不可能考虑回报问题，而只能考虑股价问题。

在美国，几乎每家都有股票，但换手率平均两年一次，而我们是一天20次，因为我们是投机啊。真正的资本市场应该是注册制度，而我们是审核制度。现在要把审核制变成注册制。2015年，李克强总理政府工作报告说本年度注册制就要落地。我原本以为5月就可以，但后来有关方面提出来，我们的任何改革必须合法。所以要先修改证券法，因为证券法是审核制。4月人大第一审，这种法一般三审就落地了。因为我们人大是逢双月开会，4月一审后，应该在6月、8月、10月这几个月二审和三审，但没想到遇到了股灾，证券法不能随便审一下就行，要认真全面地审核才行。所以6月没有上二审，8月也没上，10月也没有，二审如果12月上的话，那今年肯定还落不了地，应该到2016年。但是“十三五”期间完成这项改革应该没问题。目前我们正在为注册制做各种准备，例如要打通新三板与创业板的通道，新三板是股权交易，而创业板是证券交易，等于要开启注册制了。

这个改革一旦完成的话，便由投资者来决定谁能上市谁不能上市，市场决定谁能上市，政府退出。这项改革意义重大。这就是金融的第六项改革。当然，注册制的核心是信息披露必须真实，若不真实，就要以欺诈论处，因而注册制要求以法治市，要形成真正公平的法律体系。

总体来讲，我们这次金融改革，基本上就是以上这6项任务。利率市场化，汇率市场化，人民币在资本项目中可做兑换，银行自由化，放

开非银行金融，上市审核制变成注册制，这6项改革基本上在“十三五”都要继续推进。这些改革一旦完成，大家注意，我们整个经济体系就转向真正的市场调节了，转向市场经济了。当然，这种改革也会引发金融监管体制的改革，“一行三会”的体制也得变，可能要变成金融监管委员会。因为现在的监管是以分业经营为基础的，而金融改革实际上转向混合经营了，其监管体制当然要变。

到若干年后，大家再回过头看的时候，就会发现中国的金融体制已经从垄断部门彻底转向金融自由化了。这项改革具有极其深远的意义。因为一旦金融自由化，货币运转自由化了以后，就等于是市场配置资源，而不再是政府了。这是保证中国经济高效发展的重大利好消息。

大家知道，现在国际上对我们的金融改革评价总体比较好。认为中国一旦完成金融改革，即彻底完成上述这6项任务的话，中国经济就要转向真正的市场经济了。所以，对于金融改革大家一定要关注，因为它涉及所有企业和所有的人，我认为我们的改革中非常重要的一项改革就是金融改革。

政府体制改革先实现简政放权

改革中第二项改革就是政府体制改革。政府体制改革之所以是改革中的另外一项非常重要的改革，是因为我国过去的体制是政府在资源配置中起决定性作用，而现在要转向市场在资源配置中起决定性作用，这样的改革的关键是政府体制改革。政府体制改革怎么改呢？现在的总体目标是政府简政放权。政府怎么简政放权呢？要向3个方面放权。

第一，向社会放权。

所谓向社会放权，就是要逐渐放开一大批民间组织，把权力交给民间组织来行使，从而走向一种新的社会治理模式。现在已经放开的民间组织主要有四大类。

1.慈善类。

慈善类已经放开了，政府不再搞慈善，谁有钱谁搞。任何人都可以创办慈善基金。慈善基金有一个章程，政府监管让你照章办事就行了，

慈善活动全部交由社会，所以现在在民政部门申请基金非常容易。

2.商会类。

各类商会已经放开，比如现在浙江人在北京成立一个浙江商会非常容易，政府不再过多干预了，参加商会的人们互通信息，相互帮助，实现一种和谐的自我治理。

3.科学研究类。

过去成立这类民间组织难度挺大，现在很容易。不仅自然科学类放开，社会科学类也放开了。最近一位政府人士退休了，给我递了一张新名片，上面写的是新供给学派研究院院长，告诉我他退休后自己成立了个研究院，自任院长。以后这种事没有什么大惊小怪的，有一个章程，到民政部申请就可以了。

4.社区管理类。

社区管理类要进一步放开。例如北京好多小区很大，最高的决策机构是业委会，它可以决定小区为大家提供什么样的服务。其实小区提供何种服务对提高大家的生活质量有好处，公众自己决定就行了。这种公众自治性机构要大面积地设置。不设置的结果是会出现好多负面的事情，例如一个街道办主任的家里动不动查出几千万赃款，放开不就完了吗？让社区自己管理自己，社区管理制度已经逐渐在形成。尤其应该看到，政府改革的一方面是政府要购买公共服务，因为购买公共服务要比政府自己干的效益好多了，而承接购买公共服务的主体，就是社区管理类机构，因而要放开社区管理类机构的形成。

总之，现在先放开四大类民间组织，要进一步地放。要成立许多这种社会组织。西方把这种机构叫NGO（非政府和非企业）。民间组织的放开，可以实现社会的自我约束和自我治理。这就是简政放权的一个方向，就是向社会放权。

第二，向市场放权。

凡是市场能解决的问题，政府一定不用管了。比如说职业资格认证，这个应该是市场的权利，一个企业招什么人，企业当然知道，但政

府却非要搞个职业资格认证，大学生没毕业得考取几十个证。而考证就得培训，培训就要交钱，灰色收入问题解决不了。染指甲的都有好几个证，政府管它干吗？政府一律不用管了。最近政府放权的重要内容就是职业资格认证统统放了，90多个职业不需要政府认证了，这是市场的职能。

再比如，谁是品牌谁不是，这是消费者的事。消费者知道什么品牌好、什么品牌不好，政府就别搞这个认证了。我去一个企业调研，看到墙上挂了各种证明是名牌的牌子，企业告诉我全是买来的，只要给钱就行。消费者可以决定的事政府一律不得参与。

再比如，谁是高新技术企业谁不是高新技术企业，这是投资者判断的，投资者知道谁是高新技术企业而谁不是，政府不用评判了。有的地方政府保护主义，硬是把养鸡场评价成高新技术企业，企业以此来欺骗投资者。所以，凡是市场能解决的都交给市场。连上述讲的谁能上市谁不能上市政府都要撤出来，交给市场了。

总之，要继续向市场放权。这是改革中简政放权的重点之一。

第三，向企业放权。

向企业放什么权呢？要放3个权。

1.企业体制选择权。

什么是企业体制选择权，就是投资人办一个什么样的企业，这是由投资人决定的，而不是政府规定的。而我们过去是政府来规定投资人办一个什么样的企业。过去讲不管白猫黑猫能抓住老鼠的就是好猫，但后来有人给猫设计动作，以什么动作抓住老鼠的才是好猫，这是不行的。投资人要办什么样的企业，是他们自己的事，政府就不用具体管了，这个就是要把企业自主选择权交给企业。

现在我们已经启动了这项改革，将全面完成。企业在这方面的权利，有4个已经放到位了。

一个是资本金制度，我们修改了，就是你办一个企业资本金是多少，过去是政府定的，现在变成你认为是多少就是多少了，政府不管了。资本金制度从实缴制变成认缴制了。例如过去政府规定办某个企业

的资本金是5000万，但创办者没有这么多钱或者想使用这部分钱，就只好虚报或者私自使用这部分钱，结果就出现了两宗罪等着你，一个是虚报资本金罪，一个是偷逃资本金罪。政府规定资本金的结果，是企业家事情还没办，两宗罪等着你。因此，资本金要定多少，政府就别管了，投资人认为是多少就是多少，这就叫认缴制。投资者认为是5万就是5万、是1000万就是1000万。企业的资本金是多少这个事已经交给投资人自己定。例如北京有5个人拿到了新的执照，他们认为自己创办的企业资本金15万就够了，一人3万，那写上就好了。只要有人愿意跟你做生意就行，政府就不用再管了，因此，我估计刑法上的两个罪，即虚报资本金罪与偷逃资本金罪也就随之消失了，资本金制度改革就能完成了。

向企业放体制选择权的第二件事，就是我们把年审制变成年报制了。大家知道，过去每到年底工商部门要审核企业，审完之后盖个章企业才能有合法经营权。不盖章就是非法经营。企业经营活动是企业自己的事，只要企业没有违法，而且就是违法，有法律部门管，工商部门不应该搞所谓的年审。因此，现在从年审制已经变成年报制了。企业到年底向工商部门发个邮件，告诉一下经营情况就行了，这项改革已经落地了。

向企业放体制选择权的第三件事，就是企业注册的办公条件和注册地这方面的有关规定也放开了。过去办企业办公室什么样子都有规定，现在没有规定了。所以，一间办公室注册多少企业都可以，只要能找到注册地点就可以了。例如，我发现现在有的一个办公地里面注册两三个企业。过去这方面有严格的界定，现在都放开了。

向企业放体制选择权的第四件事，就是“三证合一”[1]“一照一码”[2]。所有企业都有单独的编码，像个人身份证一样，个人拿身份证可以走遍天下，企业拿着编码也可以走遍天下，不用别的了。

企业在自身体制方面的应有权利，要交由企业决定。

企业体制选择权还会继续。因为现在这方面政府还管得太多，比如，怎么开董事会政府都有规定，这种事政府就别规定了，投资人办企业他们知道怎么搞，怎么搞才好，政府就不用管了。就像民政部门给人发结婚证一样，发了结婚证之后，至于怎么恋爱、怎么生活跟政府没关系，只要没有家暴就行，政府不能规定人家怎么去生活。企业也一样，

一旦注册完成，政府就只管门外面的事，比如企业危害公众利益不行，这些政府当然要管。但是企业内部的事政府就不用管了。现在管得太多，例如薪酬之类的各种企业自行决定的事都管。就不用管这些事了，甚至连所谓的劳动收入在整个分配中占比的这些事，也不用管了，内部的事情都应该以契约为准，例如劳动者和企业之间的契约，如果当事双方都同意如何办，双方都认可就行，既然双方都认可，政府就别再管了。政府要管的是双方必须遵守契约，保证契约的执行。

但是现在政府管得还是太多，所以下一步这种权利会继续放。上述这方面的权利我们叫企业体制选择权。现在正在放，现在做完了上述这4项改革，资本金制度，年审制变成年报制，企业注册地及办公条件的具体要求取消，“三证合一”和“一照一码”。下一步会沿着这个方向继续放权，完成这个放权，就是办一个什么样的企业，是投资人自己的权利。政府不具体管了，就叫向企业放企业体制选择权。现在这方面的放权已经启动，基本完成这个放权。这就是向企业放权的第一个权利，叫企业体制选择权。

2.投资经营权。

投资经营权应该是企业的，企业投什么产业、多大规模，这是企业自己的事。政府不要管，只要不是纳税人的钱，企业的整个投资经营活动，政府一律都不能再管了。而现在政府却在管，因为我们实行的是审批制。企业的投资经营要经过政府审批才行。这个权利应该是企业自己的事而不是政府的事。投资人拿他们自己的钱投资，投资责任自负，投资什么产业、投资规模多少，这是企业自己的事，政府不用审批。所以，这个权利要交给企业，但若交由企业的话，就必须取消审批制度。但是若取消审批制，政府又要作为重要的社会管理主体存在，政府应如何实现自己的职责呢？政府完成自己职责的主要办法就是负面清单管理，因而我们取消审批制后，准备推广新出的管理制度就叫负面清单管理。政府自身只公布负面清单，告诉企业什么不能干，凡是和负面清单没有关系的经营活动，企业自己干就行，政府一律不审批，这就叫负面清单管理。

大家知道，负面清单这个制度要在2018年完成。我们现在已经开始在自贸区试点了。在“十三五”的2018年要在全国完成负面清单管理，从政府的审核制变成负面清单管理制。在负面清单管理条件下，政府只挂

出负面清单，告知什么事不准干，与负面清单没有关系的所有投资活动，企业都不用再找政府了，企业自己干就行，因为不再审批了，目前我们在为这个制度做各种准备，我估计未来的政府负面清单基本上以国务院现在给天津、广州、福建自贸区的清单为主。

我看过目前已有的政府负面清单的内容，放得很开，除了黄赌毒之外，什么经营活动都可以干。不要再找政府审批了，你干就行，这叫负面清单管理。这个改革力度蛮大的。大家知道，西方国家就是负面清单管理。企业根据负面清单的要求进行自主投资和经营，我们要从审核制转向负面清单管理了。应该说，这方面放得很厉害，而且已经明确规定，2018年要全面铺开负面清单管理，要在“十三五”期间彻底完成。

负面清单管理实行后，不像现在干任何事都要找政府审批，投资经营权完全归企业了。企业自己投资经营，责任自负，损失企业自担，政府为什么审批啊，不用再审批了，所以转向负面清单管理以后，投资经营权就交给企业了。在审批制条件下，投资经营权一定不会给企业的。一旦把审批制变成负面清单管理，才能把这个权利交给企业。所以我们在“十三五”期间向企业放开的第二个权利，叫投资经营权，一定要交给企业。而将投资经营权交给企业改革，就表现为从审批制变成负面清单管理。我估计这项改革会在2018年全面铺开，2020年就是在“十三五”结束的时候基本完成。这就是向企业放权的第二个权利，即投资经营权。

3.独立法人权。

企业是一个独立的法人，它拥有的权利必须给企业，这叫向企业放独立法人权。比如，任何部门的公共管理权利都不能影响独立法人运作。如果公共管理权影响了独立法人权，那就会影响企业的经营活动，企业就可以起诉。最近我国新的行政诉讼法已经通过了。这个行政诉讼法给企业的重要权利就是企业可以起诉政府。既可以起诉人也可以起诉文件。若政府的某个人影响企业的经营就可以起诉人，政府的某个文件影响企业的独立法人权利，企业可以起诉文件。

“十三五”期间会将企业独立法人权逐渐交由企业。因为这是企业应有的权利，政府的行政公共权利不能干预它，所以目前政府要全面进行调整。

总之，现在我们对企业放3个权利的思路是很清晰的。在“十三

五”期间基本要完成。也就是说，向企业放什么权？就这3个权，一个是企业体制选择权，一个是投资经营权，一个是独立法人权，将这些权利全部交由企业这就叫向企业放权。

上述可见，我们这一次政府改革简政放权，在操作上还是有板有眼的，思路很清晰。向社会放权、向市场放权、向企业放权。这种放权的重要理论基础是什么呢？就是政府不再是经济建设的中心，政府是社会公共管理的主体，企业将是经济建设的中心，政府将成为一个社会公共管理主体。

政府作为社会公共管理主体，其职能只有4个。一是稳定宏观经济，这是中央政府的事，因为货币发行、财政收支是中央政府定的，稳定宏观经济是中央政府的职能。二是保障民生，三是提供公共产品，四是维持公平竞争的环境。政府职责就这四件事。以这四件事为职责，就标志着政府将成为社会公共管理的主体。

所以，这一次政府简政放权，实际上就标志着政府不再是经济建设中心，而是社会公共管理主体。所有有关经济建设的权利都要逐渐交由企业，要完成这个大的调整。这一次的政府改革，简政放权，其理论基础实际就是这个基础。政府要从经济建设中心转向社会公共管理主体。这样一来，政府要将相关权利交给企业、交给市场，交给社会。

当然，我最近在调研的时候，发现许多人对此很不理解。有一次碰到一个工商管理所的所长，我去时他正准备约谈一家企业，我说你为什么约谈？他说两件事，第一件事是5年前它的资本是40万，现在经营规模这么大怎么还是40万？我说这个事现在不归你管，他说我怎么不知道。第二件约谈的事就是，他把去年有关经营状况的邮件发给我，他没有等我回复他，他就自己干了。我说，回复叫年审，不回复就叫年报，现在是年报制了，他说我怎么不知道。当然，后来我们聊着聊着就熟悉了，他说真话了，他告诉我说，魏老师，实际上我们现在心里很失落啊。现在没人找我们了，过去到年底是排队请吃饭的。现在别说董事长，连董事长秘书都找不到，不理我们了。所以魏老师，我们很失落，很寂寞啊。我说不找你，你不就挺好的嘛，可以学习学习，就不用那么费神了。他说但是没人请吃饭了。我说你要知道，过去请你吃饭，不是人家自愿请你，而是迫于无奈，一边请你吃，一边心里嘀咕，那你何苦吃这种饭呀。

还有一次我到一个地方调研，一个人告诉我说，魏老师，你说现在当官有啥意思？我说你要注意，现在当官要清楚，不能想着发财，政府要成为法治政府与服务型政府，如果你们想要发财，那就下海经商，在商海中拼搏，你别到政府这个地方来，这里不发财。你要走错门就麻烦了。我后来对他说，你要注意，现在是新规则了，不能用过去的思维。他说魏老师你放心吧，我交的企业家都是哥们，不会出卖我的。我说，老弟，你要注意，在利益场合可是没有哥们的，只有利益平衡，你在利益场合找哥们等于在娱乐场所找爱情是一样的，这是不可能的，你要小心呀！

因此，我现在的担心在哪里？就是我们的体制在变，但有人老是不理解，还在坚持原来的思维，这样会毁掉人的。因为这一次反腐坚定不移，“十三五”规划建议里面还专门强调了反腐的问题。我们“十三五”基本要完成整个体制改革的基本框架，其中政府体制改革的基本框架将于2020年完成。所以大家想想，有人还用老思维来理解的话，那肯定是很麻烦的。因而我老是建议许多人要面对现实，因为我们坚定不移地向这个方向转，那你也得调整，若不调整的话，我估计就挺麻烦。

政府改革的方向是不会变的，从目前来看，我认为政府体制改革有一个非常清晰的改革方向。

总之，我觉得改革虽然很多，但是上述这两条很重要，一是金融体制改革，二是政府体制改革。这两项改革的思路和整个运作都很清晰，所以建议大家在理解“十三五”规划建议的时候，在对改革的理解上，要看到虽然改革的各个方面都很重要，但是我觉得可能推动最快的，最终要在“十三五”真正完成的，是两项改革：金融改革和政府体制改革。

建议大家能够关注一下上述这两方面的改革。当然，还有别的方面，比如国企改革等。但是我觉得可能“十三五”期间能够尽快完成的是这两项改革的框架。

总体来讲，虽然供给侧结构性改革可能涉及的内容很多，但有两个我认为很重要的事，一个是产业结构调整，一个是改革。大家知道，我们这种论坛实际上不是传播知识和结论，而是思维和信息的交流。所以就这些方面我给大家提供一个思路和信息，供你们参考。你们接受了是进步，不接受也是进步，因为能够引发思考就行，引起你们的思考我就完成了任务。我认为“十三五”规划里面关于所谓新常态、新体制，涉及

的问题可能很多，但最为重要的可能是上述这两件事。

（本文是作者于2016年3月15日在中国经济新常态论坛上的讲话录音整理稿。）

---

[1]将企业依次申请的工商营业执照、组织机构代码证和税务登记证三证合为一证，提高市场准入效率。——编者注

[2]在“三证合一”基础上再进一步，通过“一口受理、并联审批、信息共享、结果互认”，实现由一个部门核发加载统一社会信用代码的营业执照。——编者注

第四部分　三大因素与中国宏观经济走势

进入2019年以后，中国经济实际上受到三大因素的影响：一个是自2017年下半年发生的中美关税战，这个因素实际上使得中国经济要做许多方面的调整，从而影响到中国经济的运行；一个是2019年2月22日，中共中央政治局会议提出要推动金融供给侧结构性改革，金融的变革当然会引起经济运行的变动；一个是2019年为了稳增长推进了更加积极的财政政策，积极财政政策对经济运行有着极为重要的影响。因此，目前讨论中国经济的问题，不能不讨论这3个因素。

正确处理中美经贸关系

中美关税摩擦的真正起点是2017年。当时美国提出中美之间的贸易严重不平衡，美国的逆差很大，这种贸易不平衡导致贸易不公平，因而要给中国加关税。按照美国当时的计算方法，我们对美国出口5000多亿美元，美国对我们出口1300亿美元，美国的贸易逆差4000多亿美元。实际上美国这个计算方法是不对的。我国企业对美国出口没有那么多，5000多亿美元对美出口中有2000多亿美元是跨国公司在中国生产而出口到美国的，不少是属于贸易加工性质的。尤其是现在国际贸易的产品中大部分不是最终产品，而是原材料、半成品及零部件，因此从中国出口到美国的许多产品并不完全是中国企业生产的产品。但是即使如此，中国的态度也一直很明确、很积极，提出可以通过增加对美国农产品、能源产品的购买来解决贸易逆差问题。当然如果美国愿意卖工业集成品、高新技术产品，我们更会买。不过，美国不会卖给我们。也就是说，中方对美国与中国的贸易逆差一直是很重视的，态度也很积极，一直希望能够通过谈判解决。

从2017年下半年到现在，两国不断地进行交流与谈判。2018年4月27、28日两天，在即将签署协议之际，美国又变卦了。后来在2018年的阿根廷G20会议上，两国元首会谈后再次启动了双方的谈判，没有想到的是在2019年5月份即将谈判成功时，美国又变卦了，而且威胁中国要对另外的3000多亿美元的产品加关税，而且将关税战发展成为科技战，围剿中国华为，调整留学生政策及学术交流政策，似乎要全面挑起与中国的摩擦。

这样一来，有一个问题就不得不引起我们的思考：如果中美只是简单的贸易逆差问题，中国已经拿出诚意，可以增加对美国产品的购买，帮助美国减少逆差的压力，那么为什么美国还一直变卦，甚至将关税战演变为与中国的全面摩擦，这就使我们不得不思考美国的目的到底是什么？

美国遏制中国崛起的4个目标

最近我把特朗普等美国当政者的文章和讲话做了一个全面的梳理，体会到中美之间不是关税摩擦问题，而是美国要调整中美建交以来的关系，美国真实的目的是要遏制中国的崛起。

近期特朗普和美国前总统卡特通了个电话。卡特在一个公众演讲中讲了这件事，他说特朗普总统的意思是中国现在在许多方面都要超过美国，我们不应该让中国成为世界第一大经济主体，要遏制中国才行。卡特回复他说：中美建交以来，美国花了3万多亿美元在打仗，可中国一直在搞民生、搞经济、搞高铁，中国的崛起是必然的，是遏制不住的。

这个通话说明美国的总体目标是要遏制中国的崛起，美国要重新调整中美关系，从原来的合作与牵制转向遏制。当然，美国遏制中国崛起的这个总体目标，在现实中又分为4个具体目标。

第一，修改“二战”以后人类社会的基本经济秩序。

“二战”之后的基本经济秩序是以国际贸易为核心的全球化。人类社会经历过两次全球化。第一次是1750—1950年，这次全球化的特征是殖民，是以殖民方式推动的，主导方是欧洲列强，即英法德意，再加上两个“牙”，即葡萄牙与西班牙，因而亚洲国家基本上都是欧洲列强的殖民地。殖民的背后就是暴力与战争，因而引发了两次世界大战。这种殖民方式的全球化，随着“二战”而结束。美国是“二战”的主要战胜国，美国启动了人类社会第二次全球化，即以国际贸易为特征的全球化，从1950年到现在。像世界贸易组织、世界银行等国际机构都产生于这个历史时期。中国是在这次全球化的后半场进来的，因为中国在1978年才改革开放，但后进来却往往有后发优势，中国在这次全球化中得以快速发展。例如，1999年，我们GDP的总量不到10万亿元，而2018年年底到了90万亿元，差不多翻了9倍；1999年，我国外汇储备量仅为1300亿美元，而2018年年底到了3万亿美元以上，最高的时候曾经到过4万亿美元；1999年我国月人均收入为几百块钱，而现在到了几千块钱；1999年中国的基础设施非常陈旧落后，连像样的高速公路都没有几条，而现在中国的基础设施则引领世界。

与此同时，美国却因为战略及体制原因，年年贸易赤字，年年借债，国债与GDP总量几乎持平；蓝领工人的工资几十年没有增加1美分，美国有3亿多人，却只有1亿多人有护照，不少人没有出过国，仅仅是到加拿大或墨西哥转了转而已；基础设施陈旧，却没有钱修，近20年

来几乎没有增加像样的基础设施。因此，美国不只是特朗普一个人，而是不少人都误以为这次全球化成就了中国而损害了美国，所以美国要修改全球化的规则，反对以国际贸易为特征的全球化。中国是这次全球化的主要受益方，因而首当其冲，成为美国打关税战的首要对象。坚持全球化，坚持多边主义是中国的一贯主张，因而这种冲突是必然的。我在2010年曾经拜访过美国一位著名的经济学家，他当着我的面就指责我们。他说这次全球化就是你们中国加入进来以后把事情搞坏了。他说，这次全球化的特征是国际贸易，国际贸易的根本原则是比较优势原则，即每个国家都生产自己最好的产品，然后拿出来交易，大家分享利益，但中国进来后什么都要搞，你们是全产业链战略，一开始你们搞服装与家具，刚一搞完就搞家电，家电刚一搞完又搞汽车，汽车刚一搞完又搞高铁，高铁刚一搞完又搞IT（互联网技术），IT刚一搞完又搞飞机，你们都做了，我们做什么？当时他身边还坐了一位教授，这位教授把话讲得更难听了，他说现在世界就像一个大赌场，美国是庄家，发的赌牌是美元，中国是在赌场打工的，赚了不少钱，但你们在赌场只赚不赌，因为知道赌不过庄家，现在钱赚够了要自己开赌场了。

由此可见，美国不少人将自己的问题都归结为全球化，误认为是全球化成就了中国，损害了美国，要改变全球化的方向，从多边主义转向单边主义。美国的这种误判必然会引发中美之间的关税战。

第二，美国担心中国挑战它的金融话语权。

二战之后美国拥有了金融话语权，因而现在可以随便在经济上制裁一个国家。美国的这种金融话语权，支撑了它的世界霸权主义，因而美国非常担心别人挑战它的金融话语权。正因为如此，中国根据自身利益推出的任何举措，美国都误以为是在挑战自己的金融话语权。例如，美国之所以有金融话语权，是因为美元和石油挂钩，产生了美元石油体系。中国现在是世界第一石油消费国，为了规避石油上的外汇风险，中国去年4月在上海成立了石油期货交易所，并宣布用人民币结算，要塑造人民币石油体系。这本来是中国根据自身利益做出的抉择，但美国认为中国想挑战他的金融话语权。又例如，最近有一种声音，认为中日韩三国的GDP总量已达20万亿美元，加上东盟其他国家，这个地区的GDP总量已达23万亿美元，超过了美国，因而这个区域应该使用日元与人民币结算，结果美国又怀疑这是在挑战其金融话语权。再例如，最近俄罗斯与欧盟达成意向性协约，欧盟与俄罗斯将用卢布与欧元结算，美国对

此大为恼火。

第三，美国担心中国挑战其技术话语权。

中国近些年根据自己的短板，即技术，提出了制造2025、千人计划，并重视知识产权与技术转让，不断加大技术创新的投资。这本来很正常，但美国又担心这会挑战其技术话语权。大家知道，二战之前，金融话语权掌握在英国人手里，技术话语权掌握在德国人手里，二战之后美国才拥有了这两个话语权，正是这两个话语权成就了美国的霸权主义，所以美国很担心别人挑战自己这两个话语权。正因如此，当中国强调技术创新时，美国便全方位阻止中国的技术进步、全面封锁中国与美国的技术与学术交流。中国从自身发展利益出发，重视技术创新是对的，但美国却认为这损害了美国的技术话语权，实在是没有道理。

第四，美国担心中国模式会挑战华盛顿模式。

《华盛顿宣言》曾对西方模式和美国模式做了系统分析，所以一般把西方模式与美国模式称为华盛顿模式。

美国现在很担心中国模式挑战华盛顿模式。美国一些学者近期总问我：你们一会儿搞“一带一路”，一会儿搞上海经合组织，一会儿搞金砖国家体系，一会儿搞中非论坛，一会儿搞“中欧的16加1”等，你们到底想干什么？他们很担心中国模式挑战美国模式，因而提出了所谓两种文明的冲突，也就是害怕中国模式要挑战他们的模式。

我和一个美国朋友说，你要正确理解，中国这几十年是很辛苦才干起来的，不是你们想象的那样。我还专门送给他一部电视连续剧的光盘，叫《外来妹》，告诉他当时大量内地人到沿海地区打工，几代人献出了自己的青春，一个月的工资就几十元钱、几百元钱，中国人是靠自己的努力干起来的。当时靠自己的成本优势而实现全球化的。但是他们根本就听不进去。有次一个美国朋友来访，我说你们不要高看中国，中国的经济没有你们想的那么好，你只是看了北京与上海，觉得中国发展得不错，但你如果开车离开北京与上海一个小时，就会发现不怎么行了，但他回复说，你这是废话，你在美国开车离开纽约与华盛顿一个多小时，也会发现美国不怎么行了。总之，对他们解释是无用了。

现在跟美国怎么解释都没用，原因是他要遏制中国崛起，可是中国

又要崛起，因而这个冲突是必然的。

有人认为现在出问题的原因是我们韬光养晦没做好，过早地暴露了自己。这个判断实际上是错的。1978年我们的GDP总量是3000多亿人民币，在美国人眼里我们根本不是经济上的竞争者，现在我们的GDP总量达到90万亿，美国人就认为你是经济上的对手与竞争者了。

中美关税战所引发的问题，我估计不是短时间能解决的，可能会存在较长时间，甚至在中国整个崛起的过程中都将伴随我们，可能只是表现的方式不同而已。

但在中美这种遏制与反遏制的过程中，中国既不能与美国打冷战，也不能打热战，不能与美国彻底割离，而是要与美国"热情"地拥抱在一起，大力发展与美国地方政府和美国企业的关系。我们不希望那些很极端的人总是讲一些狠话，没有多大意义。在美国关系上中国要有定力，要以理性为原则，绝不能走向极端。现在双方都有很极端的人，2018年8月，中美关税战最热闹的时候，来了几个美国朋友，北京有几个朋友请他们吃饭，邀请我作陪。在饭桌上讨论中美关系时他们都很激动，吵起来了，差点把桌子掀翻了。实际上冷静对待就行了，该怎么做就怎么做，不一定要讲狠话，不一定要对立。中国要有长期的观念，审慎地对待中美关系，和美国绝不能冷战，也不能热战，这是原则。

中美关税战标志着中美关系进入新时期。过去美国对中国是合作与牵制，现在是遏制，我们要适应这种变化，在美国的遏制中崛起，崛起与反崛起是新常态。

中国需做好3件事来强化自身

中国必然要崛起，美国也必然要遏制我们，我们该怎么办？我认为短期内要做好3件事。

第一，中国应继续强化制造和市场两大优势。

美国的优势是技术和军事，中国的优势是制造和市场，中国应继续发挥自身这两大优势，并强化这两大优势，只有这样，才能有话语权。

1.强化制造优势，从制造大国变成制造强国。

中国现在是制造大国，有两大特点，一是规模大，很多产业的生产规模是全球第一。二是工业门类齐全，是联合国所公布的工业门类最齐全的国家。

制造大国这个优势把中国带到了世界舞台的中央，让中国在世界产业链中占据了非常优势的地位，发达国家离不开我们，发展中国家也离不开我们。发达国家为什么离不开我们？因为发达国家这几十年都在搞所谓的创意经济，所谓创意经济实际上就是去工业化，最后他们发现创意经济只有在中国才能落地。特朗普一直要求苹果撤回美国，结果回不去，美国生产不出手机，毕竟手机生产中的多个生产线都在中国，中国的零部件配套极为齐全。

美国打关税战的目的是要分裂中国的制造，让许多制造企业离开中国。我们一定不要上这个当。美国当年为了打垮日本这个竞争者，迫使日本签了个《广场协议》，《广场协议》中关键的一条，是要日本从1985年到1990年，日元每年升值5%。这样日本就无法出口，只好提出启动内需，日本当时已完成工业化与城市化，人口只有1亿多，没什么内需，结果把房地产与股市启动起来了，把泡沫启动起来了，最后泡沫破灭，再也无力与美国竞争。当时德国也签了《广场协议》，但德国强化工业，强化技术创新，德国顶住了。因此，中国绝不能放弃制造这个优势。

当然，我们现在是制造大国，还不是强国，要进一步发挥制造的优势，就要把制造大国变成强国才行。

导致我们是制造大国而不是强国的原因，是我们的制造中有这5个短板。

（**1**）航空，像大飞机制造就不行。

（**2**）材料，不少关键性材料生产不出来。

（**3**）数控机床，许多尖端零部件实际上是靠数控机床才能生产的。

（**4**）医药，好多关键的药生产不出来。

（5）信息硬件，比如芯片就不行。

现在国家下大力气要在几年内重点突破这5个短板，让中国成为制造强国。这样的话，我们才会有更多的话语权，才能使美国阻挠中国崛起的意图成为一种空想。

2.强化市场优势，要成为市场大国。

中国是世界上最大的单体市场，人口接近14亿，中产有4亿多人，而且数字在不断增加，工业化与城市化还未完成，市场需求巨大。因此，市场是我们的重要优势。

中国要发挥市场这个优势，就必须全方位开放市场。我们近几年做的一件重要的事就是全方位开放市场，让中国成为世界市场大国。一旦成为世界市场大国，所有国家都来搭便车的话，利益在中国，当然美国就不可能联合别的国家来遏制中国。

为了使中国成为世界市场大国，我们要开放三大市场：

（1）物质产品市场。

中国现在全方位开放物质产品市场，降低市场准入，降低关税，让上海成为永久性的进口博览会，广州是出口博览会。这些信息都表明中国在开放物质产品市场。

有人担心如果这样全面开放，会不会影响中国的供给体系。不会的！我们越开放，越是能推动中国供给体系的提升。因为中国最大的特点是学习能力极强，只要好东西进来，用不了半年，就可以生产出一样好的东西。

（2）服务业市场。

金融、教育、医疗等服务业市场要全方位开放。例如，金融行业最近推出了22条开放举措，放开12家金融机构进入中国，在中国组建他们绝对控股的金融公司。这次我们真的是彻底全面开放了金融。教育、医疗等服务也开放。

我估计未来海外医生在中国行医、海外教师在中国执教，海外律师

在中国做执业律师，都不遥远。中国成立新的移民局，就是要应对这种开放，物质产品市场开放是海关的问题，服务业开放则是移民局的问题，因为人要进来。

（3）投资市场。

投资市场也要全方位开放，我们通过了《外商投资法》，里面有关键的两条：外商进入中国由审批制变成负面清单制，而且负面清单不断地压缩；对外商实行和中国企业平等的国民待遇原则，不再要求转技术与知识产权。

世界看好中国的投资市场。中国的投资市场有5个优势：一是工业门类比较齐全，二是交通便利，三是没有民族与宗教问题，四是社会治安总体较好，五是没有工会之类的社会问题。只要中国开放投资市场，就会成为投资市场大国。东京G20会议上，习主席发言再次强调这一条，要吸引整个世界的投资者进入中国，要开放投资市场。

由上述分析可见，我们现在的思路已经很清晰了，就是要充分释放两大优势，一个是制造，另一个是市场，要加速推进才行。这就是中美关税战中我们要做的第一件事。

第二，中国要加快补技术创新的短板。

防止美国遏制中国崛起要做的第二件事，是要清晰地认识到我们的劣势和短板，尽快补短板。

我认为，技术创新不行是中国目前最大的短板与劣势。华为是中国很好的企业，结果美国一搅乱，搞技术围剿，供应链就出问题了。为什么？我们总体技术不行。

中国科学技术实际上一直不占优势，例如，中国过去的四大发明都是经验使然，没有从规律上解释问题。像火药，我们只知道这几种东西放在一起能够燃烧，但没有发现火药的化学分子式与物理分子式，而西方发现了炸药的化学分子式与物理分子式。我们知道指南针一直指着南方，能把自己领回家，但不知道为什么。因为我们没有发现地球引力与万有引力公式，这些都是西方人发现的。

再例如，近现代的五大技术，即：家电、汽车、高铁、飞机、信

息，我们都不是技术原创国。

中美关税摩擦让我们沉痛地认识到我们技术不行这个问题，我们一定要想办法尽快补短板，加快技术创新。

怎样才能够做好技术创新？要做好3件事。

（1）解决技术创新的资金问题。

大家知道，技术创新是烧钱的行为。美国之所以是技术创新大国，是因为它有大量资金支持。美国的很多富人离开世界后，他们的钱都变成公益基金，这些公益基金最后都大量投入技术创新领域。公益基金不是慈善基金，把钱给穷人，还不如用来创造技术，从而拯救社会。

我们的许多留学生不回国的主要原因是在国内找不到研究基金。技术创新资金是我们一定要解决的问题，最近有两件事已经开始做了。

一是加大政府的资金投资，今年的技术投资资金接近1万亿元，如果包括国防预算中的那部分技术投资资金，总量应该在15000多亿元，这是多年来技术创新投资最大的一年。

二是6月13日放开科创板，打通社会资本与技术创新的通道，吸纳社会资本进入技术创新领域。

这两件事的主要目的是增加社会技术创新的资金支持。有了巨大的资金支持，技术创新才有大的发展。技术创新是资金密集型工作，没有大量的资金投入是不行的。

（2）建成现代化实验室，构造技术创新的物质基础。

没有庞大的实验室经济体系，是不可能搞技术创新的，技术创新都是在现代化实验室里完成的。

美国是世界上最强大的实验经济国家，从1900年到现在，75%的诺贝尔奖之所以在美国产生，就是因为它有庞大的物质基础即庞大的实验室经济。现在美国对我们在这方面封锁较严，留学生及访问学者根本不能进入美国的核心实验室。怎么办？只有自己干才行。我们要大力发展实验室经济。

最近我们在推进科学城建设，就是构建实验室体系。要注意，中国改革开放实践的快速发展，也使一些名词的提法变化加快，例如过去叫开发区，后来叫产业园，现在是科学城。科学城的核心是现代化的实验室，这是最关键的问题。

现在，北京搞三大科学城，怀柔科学城、未来科学城、中关村科技城。怀柔科学城要建立五大类自然科学的实验室体系，为此将一个大学，即中国科学院大学办在它的旁边，要为科学城的运行提供人才保证。粤港澳大湾区批准文件提出建立世界一流的华南技术创新中心，实际上就是要在华南建立世界一流的实验室经济；杭州成立西湖大学，只招3个专业：人工智能、移动互联网、生命生物工程，从招博士开始，博士做论文是在现代化实验室完成的，要建立一流的实验室经济。西湖大学实验室加上浙江大学实验室、阿里巴巴实验室，可以形成之江实验室体系。

未来几年内一个重要的政策导向是推动科学城体系的形成，为企业提供现代化的实验室体系，完成技术创新。实验室体系一旦形成，将向社会开放，向所有企业开放。

（3）调动人们技术创新的积极性，做好知识产权制度的调整。

技术创新最终是靠人完成的，因而要推动技术创新，就必须充分调动人的积极性，为此，我们要修改知识产权制度。过去几乎所有的知识产权都是国家或者某个机构的，与个人无关。这次全面修改知识产权方面的法律体系，个人可以拥有知识产权所带来的收益，个人可以持有技术创新方面的股权。技术创新与创新者的收益连在了一起，这将有效地调动技术创新的积极性。

在让技术创新者享有技术创新的经济收益这个制度的推动下，中国将产生第三次造富行动。

中国的造富分了几个阶段。

阶段一，体制造富。体制内、体制外差异很大，有些体制内的人胆子大，冲到体制外，获得了财富。

阶段二，产业造富，主要是房地产和信息产业。我们国家的富翁基

本都产生在2010年以前，2010年以后就停止造富了，因为产业已经饱和。

阶段三，技术造富，拥有技术知识产权的人将变成富翁。我估计科创板一上线交易，当天就能造就百余亿万富翁。

所以我说中国进入第三次造富即技术造富阶段。我估计要不了三五年就会爆发一批因为技术而形成的富翁。

最近我去调研，有的实验室凌晨两点还没熄灯，在继续干活。这个制度的调整——让个人能获得知识产权带来的收益——会极大地调动技术创新的积极性和创造力。这对未来技术创新有巨大的意义。

我查了一下，可能有10多项技术会在短期内有所突破，从而会产生一大批新富翁。

我们过去技术不好是因为我们的制度设计有问题，而现在要全面调整。

以上这3件事如果持之以恒做的话，中国技术创新这个短板会很快得以弥补，未来10年内中国的技术创新一定会有所改观，逐渐摆脱西方对我们的遏制。

第三，构造新的贸易与投资体系。

防止美国遏制中国崛起，我们要做的第三件事，就是构建新的贸易和投资体系，主要表现为要落实好“一带一路”倡议。

“一带一路”是2013年提出来的，当时预计到中美之间可能会出现问题，因为世界上历来老大和老二一定会闹矛盾、有摩擦，老大要遏制老二的崛起。现在再看，还真是看准了。

当时想，美国一旦不要中国的产品、不要中国的投资怎么办？中国要有预案，要形成新的贸易体系和投资体系，不能过度依赖美国，于是根据历史上“丝绸之路”的这个提法，相继提出了“一带一路”，即新丝绸之路，陆地上叫丝绸之路经济带，简称“一带”，海上叫“21世纪海上丝绸之路”，简称“一路”。

“一带一路”包括三大洲两大洋，三大洲是亚洲、欧洲、非洲，两大

洋是太平洋、印度洋。注意，“一带一路”没有包括大西洋，也没有包括北美，因为要避免和美国发生直接冲突。

“一带一路”涉及75%以上的世界GDP总量，85%左右的人口总量。

“一带一路”成了我们现在要做好的一件重要的事情。这件事若要做好的话，在和美国博弈的过程中，中国将有非常大的话语权。

从国家的角度看，经营好“一带一路”，主要要做3件事。

（1）金融服务。

中国的产品要走出去，企业要走出去，金融服务必须得跟上，因而成立了亚投行。以亚投行为突破点，构建一个发达的金融服务体系。例如丝路基金就是为此而设的。

（2）基础设施服务。

基础设施要互联互通，最近又增加了两通：电通和网通。之所以提出电通，是因为最近我们正在干一件事，就是用特高压输变电体系把电送到5000千米以外，速度最快、时间最短。这种技术可以把中国电网与南亚电网联结，与中亚电网联结。目前“一带一路”的基础设施互联互通的进展很好，像现在的泛亚高铁，以后从昆明可以直接到雅加达；欧亚高铁的俄罗斯段已经开建了，同时，我们还在构建“一带一路”空中走廊等。

总之，我们在构建一个发达的基础设施体系，这样中国的产品、资本才能顺畅地走出去。

（3）法律服务。

我们一直建议成立“一带一路”法院，同时构建中国庞大的国际律师团队。“一带一路”难免会遇到法律问题，要做好法律服务，为中国的企业服务。

“一带一路”不仅让中国的大企业，而且也让大量中小企业开始走出去了，并且现在中国人基本是以群体的方式集体走出去。像开普敦以上海人为主，匈牙利以浙江人为主，等等。

我在去非洲调研“一带一路”中小企业的情况时，发现像摩洛哥这样的国家，只有旅游业，没有任何工业，好多产业在我们国内是过剩的，在那里不过剩。中国中小企业过去机器一开工就是营收。据我观察，摩洛哥的企业家来自福建比较多。我去老挝调研发现，老挝以湖南人为主，可能是与老乡及朋友的介绍有关系。

我建议企业家可以去“一带一路”看看，有很多机会。

不要小看“一带一路”。再过10年，大家的认识会发生巨大的变化。我们用6年的时间消化了中国6万多亿美元的产品，而这才刚刚开始。未来中国利用“一带一路”，可能可以摆脱对美国市场的依赖。现在效果逐渐出来了，我们对东盟、欧盟、日本的出口额分别占总出口的15%、17%、13%左右，这3个加起来接近50%。

我估计亚洲到2050年经济发展就基本饱和了，2050年以后整个世界经济增长的重心将在非洲，未来会有很大的吸纳力。中国提前布局非洲是正确的。

当然，未来的摩擦还会产生，中国人要改变一些观念。去年调研，我发现好多摩擦是中国人在当地大量买房子、买地引起的，这让当地人很头痛。斯里兰卡的第一个直航是从成都开始的，成都人率先过去，有钱以后就买山，而且一买就是一座山，还挂个国旗。斯里兰卡曾是个殖民国家，很害怕别人再殖民它，于是便通过一个法律，不准把地卖给中国人。不是这个国家不友好，是害怕。

总之，中美关税战是目前宏观上对中国影响比较大的一件事，这种摩擦可能在较长时期都会存在。但是中国和美国绝不打冷战。中国还要崛起，我们要做好这3件事：一是强化自己的优势，二是补短板，三是构建新的贸易和投资体系。如果能做好这3件事，未来中国还会有继续上升的空间。中国的崛起是必然的，不是任何人能挡得住的。

推动金融供给侧结构性改革

在2019年2月22日的政治学习会上，中央提出要推动金融供给侧结构性改革，后来在4月分析2019年第一季度经济运行情况的政治局会议上，再次强调要推动金融供给侧结构性改革。因此，金融供给侧结构性改革会成为影响宏观经济的重要因素。什么是金融供给侧结构性改革？金融活动的核心是资金，因而金融供给侧结构性改革就是指资金供给侧结构性改革，也就是与资金供给相关的规定、政策、体制等需要的改革。从这一点出发，我认为目前我国金融供给侧结构性改革涉及如下几件事。

结构性去杠杆不稿一刀切

去杠杆政策与资金供给有着极大的关联度。我们实行去杠杆政策是对的，我国的杠杆率确实太高，如果放任杠杆率上升，必将引发金融风险。但是去杠杆政策要注意两个问题。

1.控制好去杠杆的力度。

中国杠杆率高不是一年两年形成的，而是几十年形成的，而且杠杆率高有体制原因，即我国是一个以债务资金融通为主的国家，而不是以资本金融通为主的国家，因而杠杆率过高。这就决定了我国去杠杆需要一个较长的过程，需要几年甚至十来年，而且必须控制好力度，若力度太大，就会引起企业资金链紧张，甚至断裂，出现大量债务违约，引发金融及整个经济活动动荡。我自己认为，控制好去杠杆力度应该是每年去杠杆的力度要控制在GDP总量的10%之内。

2.结构性去杠杆，即谁的杠杆率高就去谁的杠杆，不能搞一刀切，一刀切会伤及无辜，使那些正常杠杆率的企业也出现资金紧张的压力。

从目前来看，结构性去杠杆的重点应该是国有企业与地方政府。国有企业去杠杆有两个重点，一是确定主业，非主业资产必须变现还债；

二是推进混改，将债权变成股权。地方政府去杠杆首先要将新增债务控制住，一是要控制好开发区与地方政府融资平台的负债；二是要将干部提拔与任免同负债率挂钩；三是地市债都必须以发债券的方式进行，开“前门”堵“后门”，推进债务公开化，对负债实行有效监督。

调整货币政策有三大要点

货币政策与资金供给有着内在的联系，金融供给侧结构性改革的重要举措是控制好货币政策。要点有三。

1.实行稳健的货币政策。

稳健的货币政策既能防范金融风险，又能保证经济的正常运行。稳健的货币政策的实质是货币的生产要与财富的生产相平衡。反映货币生产的数据是M2增长速度，反映财富生产的数据是名义GDP的增长速度，因而稳健的货币政策的核心是M2增长速度与名义GDP增长速度的平衡。从这一点看，2019年上半年确实是稳健的货币政策。2019年1—6月的M2增长速度分别是8.4%、8%、8.6%、8.5%、8.5%、8.1%，而1—6月的GDP增速是6.3%，通胀率是2%左右，M2增速与名义GDP的增速基本持平。

2.降准降息，保证流动性充足。

当然，降准虽有空间，但已不大，不能搞太多的普遍降准了。降准的重点是将存款准备金率制度改革成为3个档次的存款准备金率制度，对仍然有降准空间的小型金融机构降准，例如小型金融机构的法定存款准备金率为8%，而实际上是11%，因而有3个百分点的降准空间，这种情况属于定向降准，不是普遍降准。降息只能对无风险利率降息，而风险溢价较高，即呆坏账率较高的产业及企业则不能降息，降息也是定向性与结构性的。

3.保证货币政策传导机制顺畅。

在这方面，要使货币政策为民营经济发展服务，为发展实体经济服务。为此，应该对金融资源的使用进行比例性控制。

稳定股市有四大举措

股市既涉及资本金供给也涉及债务资金供给，因而金融供给侧结构性改革必然涉及稳定股市的问题。股市若不稳，资金供给就不稳，因此要稳股市。从目前来看，稳定股市的主要举措有四。

1.提高上市公司质量，完善上市公司治理，加快退市制度的推进。这条举措对提升投资者的入市信心有重要作用。在投资者对股市丧失信心的条件下，股市是稳不住的。

2.减少行政干预，让股市以自己的规律运行。所谓救市及抑制股市过热的行政方式都是不对的，应该禁止。

3.推动中长期资金入市。例如推动保险资金、社保基金、企业年金等资金入市，只有中长期资金入市，才能稳定股市。中国股市不是缺钱，而是缺中长期资金。

4.推动股市改革。例如推进科创板的形成与发展，将入市制度由审批制转向以信息披露为核心的注册制，当然，这就要求推动以法治市，强化股市的法治化。任何形式的披露作假都以欺诈罪论处，欺诈罪是要入刑的。

调节外汇供求关系来稳定汇率

汇率不稳，本币就不稳，本币不稳当然资金供给就不稳，因而金融供给侧结构性改革必须稳定汇率。但稳定汇率不能直接干预汇率，而是将汇率作为范畴，通过调节外汇供求关系来稳定汇率。从这一思路出发，稳汇率有两个方面的举措。

1.稳定外汇需求。

在中国，外汇需求目前与3个因素有关，一个是企业海外并购，一个是个人海外投资，一个是“一带一路”投资。从稳定外汇需求来看，一是企业海外并购只能放开技术类并购，对于非技术类并购则须全面禁止；二是个人海外投资只能放开正常用汇，而不动产投资、证券投资、投资类保险投资要全面禁止；三是“一带一路”投资将逐渐转向用人民币

投资。用人民币投资可以说是一箭三雕：一是减少外汇消耗，二是推动人民币国际化，三是人民币投资在原材料的采购上一定在国内，从而对国内稳增长有好处。

2.稳定外汇供给。

外汇供给主要是依赖外汇储备，而外汇储备又受制于国际收支的资本项目与贸易项目，因而我们应该通过国际收支的贸易项目及资本项目的调整，保证外汇储备的正常稳定增长，通过外汇供给调整外汇供求关系，促进汇率的稳定。在这方面，我们在国际收支的贸易项目顺差收窄的条件下，更加注重对资本项目的运作。

处理好新技术与金融的关系

金融秩序不稳，资金供给当然就会动荡，因而金融供给侧结构性改革必须稳定金融秩序。从近几年的情况来看，金融秩序的稳定与新技术进入金融有很大的关系，因而要处理好新技术与金融的关系，在推动金融技术化的过程中应注意两大问题。

1.协调好互联网技术与金融的关系。

互联网技术推动了金融的便利化与高效化，这是值得称道的，但金融的核心是防范风险，因而对互联网引起的金融新业态要做好监管，防止产生新形态的金融风险。2018年以来大量的互联网金融平台爆雷的教训一定要吸取。因此，任何互联网金融公司都必须持有牌照与接受监管。

2.协调好区块链技术与金融的关系。

区块链技术具有多中心及保证信用真实性等特征，其进入金融后必然推动金融的深度发展，但区块链技术在与货币的关系上，我们应该看到在金本位消失后，货币实际上是国家主权范畴，也就是只有主权国家才能发行货币，因而区块链技术所引发的金融变革必须以此为基础，例如数字货币及加密货币必须以“国币”为基础，个人是不能发行货币的，这是一个基本原则。这方面我们要吸取近几年因为数字货币平台所引发

的金融秩序混乱的教训。

推动金融体制改革的3个问题

金融体制与资金供给有着内在的关联度，金融体制的缺陷必然影响资金供给的正常运行，因而金融供给侧结构性改革要推动金融体制改革。从资金供给角度来看，我国目前的金融体制改革有3个问题。

1.债务资金供给的金融机构很多，但缺乏资本金供给的金融机构，应该大力发展资本金融通的机构与机制。

2.短期资金运作的机构很多，但缺乏中长期信用机构，因而出现了短贷长投等易于引发金融风险的企业经营行为，所以我们要大力发展中长期信用机构。

3.充分市场化的信用机构有很多，但缺乏普惠性信用机构及业务，因而“套路贷”问题禁而不止，所以要大力发展普惠性信用机构及业务。

调控好金融与地产的关系

讨论金融问题为什么涉及地产问题？因为房子有居住功能，必然就有金融属性与投资属性，因而虽然我们强调房子是住的，不是“炒”的，但它确实能“炒”。金融与地产的这种关系，决定了我们在金融供给侧结构性改革中，必须处理好金融与地产的关系。尤其是在中国普遍出现房价上涨过快，住房供求关系又出现重大变动的条件下，更要注重调整好金融与房地产的关系，主要要做到下述两点。

1.防止地产金融化。

在这方面，要淡化房地产的投资性与遏制房地产的投机性，让公众认识到房地产风险的危害性，在房地产长效机制及短期对策方面出台相关举措，高度关注任何一个城市的产业指数、人口指数、房产指数这三大指数之间的关系，这三大指数一旦失衡，都会引发相关金融风险，必须注重监控与调节。一般来说，如果只有人口增长与房产的增长，而没有产业的有效增长，其结果必然包含着泡沫的倾向；如果没有产业与人

口增长，只有房产增长，那就必然引发泡沫的破灭。因此，必须防止地产金融化。

2.防止金融地产化。

在这方面，对资金进入地产要做严格监控，除了对银行资金进入房地产要有严格限制外，对信托之类的非银行金融机构的资金流向也要严格监控，金融地产化的危害性是巨大的，一旦房地产泡沫破灭，必将形成严重的金融危机，这是世界性的教训。几乎近些年的金融危机都是金融地产化引起的，必须高度关注。

最近有同志问我，为什么要防止地产金融化与金融地产化？原因很简单，金融地产化与地产金融化，实际上都会推动住房供给的过快与过多增加，当住房供给的增加使总房供给过多超过刚性需求之后，房子过剩就会使住房失去居住功能，而房子一旦没有了居住功能，当然就没有了金融属性与投资属性，从而引爆房地产泡沫，房地产泡沫必然会引发金融风险，尤其是会引发银行的信用风险，银行信用是整个金融稳定的基础，一旦银行的信用出了问题，整个金融就会稳不住，甚至引发金融危机，因此，目前必须要解决好地产金融化与金融地产化的问题。

实行积极的财政政策

稳增长从中长期来看，实际上有许多可选择的举措，但从短期来看，稳增长的重要举措是积极的财政政策。我国在2019年开始推行更为积极的财政政策，这对稳增长是有巨大意义的。总体来说，当前的更为积极的财政政策有5个要点。

减税减费

我国这次减税主要是减企业增值税。这与我国的税收制度改革有关。大家知道，全世界的税制分为两种。

1.直接税制。

即收入税，赚了钱再缴税，例如所得税就属于直接税制。

2.间接税制。

即行为税，有行为就要缴税，例如营业税、增值税、消费税等，就属于间接税制。

上述两种税制在现实中有3种模式。

1.美国模式。

美国模式是实行直接税制，无论企业与个人，只要赚了钱就必须缴税，是所得税模式。

2.欧盟模式。

以直接税为主而间接税为辅，所以欧盟主要是所得税，但也有一些增值税，不过增值税所占比例较低。

3.中国模式。

直接税与间接税并举，例如所得税与增值税都很高，因而企业税赋较重。

我国税制改革的方向实际上是欧盟模式，要大幅度减少间接税，例如增值税，因而此次减税主要是减增值税，将减税与税改结合起来。

如何减增值税？2018年年底我国的增值税分为3个档次：16%主要是制造业税率；10%主要是交通运输业与建筑业税率；6%主要是服务业税率。这次减税有4个要点。

1.16%降为**13%**，主要是制造业税率降低。

2.10%降为**9%**，主要是建筑业与交通运输业税率降低。

3.6%的税率不动，也就是服务业税率不动，但可以增加抵扣，通过增加抵扣降税。

4.提高微小企业增值税起征点。过去是月营业额3万，年营业额36万就要缴税，现在提高到月营业额10万，年营业额120万再缴税。我国实际上年营业额120万的微小企业不多，因而等于把无论从事哪个行业的微小企业的增值税都取消了。

上述4个要点的减税，能减多少？我们估计2019年可减税约1.5万亿。1.5万亿是什么概念？2018年我国全年企业增值税总额为6.1万亿，这次减税等于减四分之一的税，应该说力度还可以。与美国相比力度也可以，特朗普上台搞了减税改革，减10年，折合为人民币的话，大约为4.5万亿元，每年4500亿元，而我们今年则可达1.5万亿元。当然，美国是减所得税，我们是减增值税，在一定意义上没有可比性。

在2019年减税的基础上，2020年继续减税。国务院已经提出，2019年的减税为2020年将增值税合并为两个档次打下了基础。这表明中国已经开启了减税的通道。

除了减税，还要减费。企业费包括两大类。

1.保障性费用。

像五险一金或者三险一金就属于这种费用。在企业保障性费用的缴纳中，最大的是养老保险金的缴纳，占比非常高，因而此次减费主要减养老保险金。如何减？首先是降费率，从20%降为16%；其次是降低起征点，原来按月收入6000元征收，现在按月收入3000元征收，减少了一半。

当然，有人担心这样会不会影响未来养老保险金的发放，答案是不会，因为国务院决定加大国有资产向社保基金的划拨，用优质的国有资产收益来弥补养老金的不足，例如保险类的人保（中国人民保险集团股份有限公司）及太平保险的相关资产已划拨完成。目前向社保基金划拨的国有资产约7000亿元。

2.生产性费用，包括电费、通信费、土地使用费、交通运输费等。

国务院决定2019年电费下降10%，通信费下降20%，土地使用费只减不增，年底前撤销省级收费站，等等。

上述两项减费，在2019年应该是7000亿元左右。

由上述分析可见，按计划2019年减税及减费共计22000亿元左右，4月1日起开始减税，5月1日起开始减费。减税费的作用应该会在3个月后逐渐显现出来。

增加投向公共产品的政府投资

政府投资不能投向生产经营领域，因为这不符合市场经济改革的方向。政府投资只能投向公共产品。我国现在的公共产品主要有3个。

1.基础设施。

在这方面，2019年准备增加2.6万亿元投资，其中高铁为8000个亿。

2.民生投资。

2019年增加大约5000亿元投资，例如常见病的报销比例会提高到

50%。

3.技术创新投资。

2019年技术创新投资接近1万亿，是历年来最高的。当然，如果加上国防预算中有关技术创新的投资，这方面投资可超万亿。

上述3种公共产品投资在2019年大约增加4万多亿，这对于相关投资，进而对经济增长有重要的推动作用。

实行财政赤字

减税减费，等于减少财政收入，而与此同时又要增加财政投资，因而财政预算当然是赤字，2019年确定赤字率为GDP总量的2.8%。比2018年高0.2个百分点。但没有超过3%。符合国际上这一规则：赤字率原则上不能超过本国当年GDP总量的3%，因为如果超过了，会增加国家未来的债务风险。因此，我们实行积极的财政政策，既考虑短期对稳增长的作用，又考虑长期不能加大国家债务的压力，实现中短期利益组合。

国家举债

有赤字当然就要借债。2019年借多少？确定借2.76万亿。这个借债量是合适的，符合我们的短期及长期利益，有利于稳增长与防范国家债务风险的有效组合。

政府过紧日子

上述以赤字与借债为特征的积极财政政策，当然要求政府过紧日子。因此，2019年政府一般公共预算会减少5%，“三公经费”[1]预算减少30%。在政府预算压缩的条件下，需要有效提高政府工作效率。

以上就是积极财政政策的全部内容。按照2019年的积极财政政策的

安排，积极财政政策对经济增长的贡献大约在1个点左右。从这一点上讲，2019年6%~6.5%的增长目标基本上可以实现，增长速度约为6.3%左右。

（2019年6月29日在中国人民大学宏观经济政策解读研讨班的讲话录音整理稿。）

---

[1]指政府部门人员因公出国（境）经费、公务车购置及运行费、公务招待费产生的消费，是当前公共行政领域亟待解决的问题之一。——编者注

第五部分　坚持“稳中求进”的总基调

“稳中求进”是我国近些年来一直坚持的经济工作的总基调，它对于保证中国经济平稳发展起到了根本性的指导作用，是我们长期要坚持的经济工作的总体指导方针。但什么是稳中求进？我们认为所谓“稳”，就是指要认真应对与化解经济改革开放中的风险与挑战，使经济总体上处于平稳运行的状态；所谓“进”，就是指要全方位推进改革开放的新举措，推进新体制的形成，在稳中求进。有的同志问我，为什么稳中求进要将“稳”放在前面，似乎只有“稳”才能“进”，而不是“进”中求“稳”。道理很简单，中国经济的改革与发展已进入一个风险高发期，我们只有在“稳”中才能求“进”。因此，稳中求进是总基调。当然，不同时期中国经济所面临的风险与挑战是不同的，改革开放的举措也有所不同，因而稳中求进的总基调在不同时期的实践也就有所不同。在这里，我们主要讨论2017年如何“稳”中求“进”，因而可以帮助大家以2017年为例，理解“稳”中求“进”的总基调。

“稳中求进”的核心是“稳”

“稳中求进”的核心是强调以“稳”为基础，虽然最终目标是为了“进”，但没有“稳”这个基础，“进”是不可能实现的。我认为，将“稳中求进”作为我国经济工作的总基调，是由我国经济进入新阶段，以及由此产生的新情况与新问题所决定的。

改革必须以“稳”为基础

第一，我国的改革已从原有的以经济建设为中心的经济体系改革转向五位一体的改革。即政治改革、经济改革、文化改革、社会改革、生态文明改革，改革面非常宽；同时，改革已极其深化，涉及社会经济生活的各个层面的深层次问题，尤其是改革所涉及的问题都极其尖锐，属于啃硬骨头的范畴。改革的广泛性、深入性及艰难性，决定了改革必须以“稳”为基础，若不“稳”，改革就很难推进，甚至会引发各种风险，中断改革。

防止债务危机需要稳定的环境

第二，中国在高速增长及快速推进改革的过程中，已经积累了各种风险，这些风险的消化与处理，需要稳定的条件与环境，若不稳，就会引爆这些风险。例如，我国宏观负债太高，债务的处理既不能引发大规模的债务违约，从而影响经济的正常发展，又要有效地处理与降低债务，以防止债务变为债务危机，中止中国经济的发展过程，需要稳定的环境与条件。又例如，由于过去过度宽松的货币政策，我国货币风险压力较大，我们必须坚持稳健的货币政策，做到松紧有度，既不能因为流动性不足而影响经济的正常发展，又不能因为货币供给过大而使货币风险压力增大，这本身就是以稳为基础的货币政策，体现了稳的要求。可以说，对于风险的化解与防范，从某种程度上讲，基本上都是两难的选择，这种情况决定了我们必须以“稳”为主基调，稳中求进。

经济发展需要先“稳”才能“进”

第三，我国目前社会经济生活中的各种问题，其背后既有周期性原因，也有结构性原因，更有体制性原因，这表明我国目前的诸多经济问题具有极其复杂的特征，而且各种问题相互影响的关联度又很高，有时有很强的负面叠加效应，这就决定了我国社会经济的发展必须建立在“稳”的基础上，若不“稳”，便会出现一些冒进行为，其后果必然是整个社会经济生活处于动荡状态，改革与发展均难以进行。因此，“稳”是基础，只有“稳”才能保证“进”。

处理效率与公平需要“稳”

第四，我国经过40余年的改革，已由穷转为富，并向强的方向过渡，这种状况决定了人们不再单纯考虑温饱性问题，甚至不简单计较经济收入问题，而是更加关注自身的全面发展，对教育、医疗、社会保障有了更高的要求，从而出现了人们日益增长的对美好生活的各种需求与供给不充分不平衡的矛盾，这种矛盾的解决比解决温饱性问题的难度要大得多，而且容易引起人们的不满情绪，使得我们在处理公平与效率的关系上更加困难，这就决定了我们必须要以“稳”为基础，稳步推进，在“稳”的基础上才能进一步实行令人满意的社会政策，包括教育政策、医疗政策与社会保障政策。实践表明，不少深层次问题的解决，往往是以“稳”为基础的，只有“稳”才能“进”。任何的社会动荡都会打断“进”，动荡与“进”是对立的，“稳”与“进”才是相辅相成的，只能稳中求进。

中国稳定才能促进世界的稳定

第五，国际环境出现了百年不遇的大变局，以美国独大为特征的单边主义的治理世界的国际秩序要发生变更，人类社会将走向多边化治理方式，在这种大变局中，中国必须要发挥自身应有的作用，但这种作用的发挥，需要中国自身的稳定，中国的稳定才能促进世界的稳定，才能在和平中实现世界治理方式的转变。中国的稳定至关重要，可以说，中国的“稳”是世界稳定的基础与保障，因而我们必须以“稳”为基础，“稳中求变”，“稳中求进”。这不仅是由中国的国情决定的，也是由目前的国际

环境决定的。

GDP总量的巨大与审慎的需要性成正比

第六，中国GDP总量在2018年年底已达90万亿元，位居世界第二，如此巨大的财富总量，若稍有不慎，发生经济动荡，其结果必然是非常严重的，就是增速因为经济动荡回落一个点，巨大的社会财富也将受损。财富的巨大性与审慎的重要性是成正比的。古语讲“船小好掉头”，但船一旦很大，掉头就很难了，因而中国这艘巨轮不能出现方向性错误，一定要方向正确才行，否则掉头会很难，甚至会翻船。因此，一个国家的GDP总量增加到一定程度时，就必须以“稳”为主，在“稳”的基础上才能“进”。GDP总量与社会动荡的危害成正比，GDP总量越大，社会动荡对经济的损害度就越大，经济不稳往往会引发更大的经济损害。因此，我国目前在GDP总量已非常大时，“稳”就成为重要的问题，只有“稳”才有“进”，才能保证经济的进一步发展。

由上述分析可以看出，“稳中求进”确实应该成为我国社会经济生活的总基调，这个总基调的确定不是某个人的主观意志，更不是某些人所批评的那样，是保守，而是根据我国目前国内的实际情况与国际环境做出的科学选择。最近有的同志对我说，“稳中求进”会不会因为过度强调“稳”，而放松改革的推“进”，耽误时机，错过机遇，出现求“稳”而放弃“进”的倾向。我认为这是一种误解，因为“稳中求进”虽然强调“稳”为基础，但并没有放弃“进”，强调“稳”的目的是为了“进”，为了“进”而求“稳”，这是一种更加有效的“进”。如果因为不注意“稳”而推进改革与发展，这不仅不能有效地“进”，而且还会使已经取得的成果因为不稳而化为灰烬。因为社会动荡不仅不能使我们继续“进”，而且还会破坏已经取得的成就。因此，我们应该坚持“稳中求进”的总基调。

上述分析表明，“稳中求进”并不是不改革，不重视增长，而是为改革的深化与高质量增长提供应有的条件与环境，有效协调好“稳”与“进”的关系，最终的目的还是为了“进”。实际上，有效处理“稳”与“进”的关系的关键，是补短板。补短板能实现“稳”，因为不稳往往与短板有关，是短板导致了不稳，同时短板往往是改革的对象与内容，属于“进”的范畴，因而补短板实际上就是“进”，“稳”与“进”在补短板上实现了内在统一。例如，我国汽车生产的能力增长很快，在2018年

达到了年产量3000万辆的水平，但是短板是停车场不足，不仅使人们的生活极为不方便，导致人们意见很大，甚至因此出现了各种纠纷，而且也影响了汽车工业的有效发展，这就要求必须有效解决停车场不足的问题，这种补短板既是“进”，也是“稳”。因而“稳中求进”是一种更有效的“进”，以“稳”为基础的“进”。

在这里，有一个问题值得我们探讨：中国经济增速在2012年破8%，在2015年破7%，可能会在2021年破6%，这是否标志着中国经济进入衰退期？这不是标志中国经济进入衰退期，而是与GDP总量的基数增大有关系。一般来说，当GDP总量达到一定程度时，GDP增速与GDP总量在某种程度上会出现相反方向的变化，随着GDP总量的增加而降速，甚至GDP总量达到一定程度后，GDP增速就会稳定下来。GDP总量与GDP增速的这种内在联系，也恰恰说明了GDP总量达到一定程度后，“稳”就成为经济增长的重要前提，没有“稳”，就没有增长，只有“稳”才能“进”。“稳”与“进”的关系在GDP总量达到一定程度后，必须要以“稳”为基础，增速回落是必然的，这种回落不是衰退的标志，而是经济发展的必然规律，因为财富增长没有因为增速回落而减少，而是由于基数的增大而增加了。因此，我们需要以“稳中求进”为总基调。

当然，“稳中求进”虽然是我们在未来一段时间的经济工作都要坚持的总基调，但“稳中求进”在不同时期是有其自身特点的。我们对2017年中国经济的走势分析，发现2017年“稳中求进”就有其自身的特点。

2017年总体的经济指导思想叫“稳中求进”。“稳中求进”的提法就是告诉大家，今年会把困难看得更重一些。因为“稳”放在前边，“稳中求进”，先是“稳”，然后才是“进”，所以把困难看得更多一点。

之所以将困难看得重一些，其原因来自我们自身，例如目前的结构调整和改革似乎还没有太大的起色。从2016年年底的情况来看，我们在改革与发展的一些关键性工作上，还没有太大的起色。同时，外部环境发生了很大变化，比如特朗普上台。特朗普刚一参加竞选，就有人预测过两件事，第一是特朗普会不会上台？第二是特朗普上台以后会对中国怎么样？我当时就知道他会上台，而且一定会上台。美国几乎所有的主流媒体和所有的精英都在特朗普能否上台这个问题上被打脸，他们都预计特朗普不可能上台。之所以产生这种现象，是因为特朗普上台是一个反常的行为，所以叫作黑天鹅事件。特朗普为什么能成功？因为他适应了美国目前的社会情况，即反全球化的思潮。

第一次全球化是1750—1950年，200年的时间。第一次全球化是以欧洲国家为主导的，比如英、法、德、意等国。第一次全球化的主要“遗产”就是殖民地，通过殖民地的方式推动了全球化，所以第一次的全球化以殖民为特征。从1950年开始的第二次全球化是以美国为主导的。第二次全球化的主要遗产是国际贸易，国际贸易成为第二次人类全球化的浪潮。在第二次全球化的过程中，中国是后半场加入的，是在1978年改革开放以后加入这次浪潮中的。因为我们是后半场加入，所以就有许多优势。这就像打篮球一样，我们在人家累得不行的时候上场了。中国是这次全球化中获利最大的国家之一。所以一旦反全球化，中国就会首当其冲。

在国际压力很大的同时，国内的经济情况也不容乐观，因为周期原因、体制性原因、结构性原因等深层次原因而引发的各种问题不断暴露出来，有些问题还是很尖锐的，风险点确实不少，由此引发经济增长的下行压力比较大。中国现在仍然还是经济增长掩盖和淡化了别的社会问题的国家，因而经济增长一旦下滑，必然会引发诸多社会问题和动荡。因此，国内经济情况并不太好，由此引发的诸多社会问题也会逐渐显现，经济与社会问题交融在一起，给我们带来了巨大的压力与挑战。

总之，我估计今年的内外情况总体都不太好。反全球化是美国挑头，全世界似乎都对中国开始了行动，欧盟国家、美国、日本都宣布不承认中国的市场经济地位。中国于2001年签订世贸协定，在15年之后就是天然的市场经济国家。结果时间还没到，他们就宣布不承认中国是市场经济的国家。既然不是市场经济国家，对我们如何征税？就要选一个参照国，参照这个国家来征税，结果就选了新加坡。新加坡的成本肯定比中国高得多，中国怎么可能像新加坡那么富有。接下来就是他们认定中国搞倾销，他们就要搞反倾销，惩罚中国。15年之后还解决不了市场经济国家这个问题，是因为发达国家几乎都在反对中国。中国现在的国际情况令人头疼，而且中国内部的调整还没做完。我与几位企业家聊天，大家都觉得现在钱不好赚，日子很难过，没有几个说日子好过的。这是因为我们内部还没有调整完，外部反全球化又开始了。中国现在讨论如何应对，能不能推动人类社会进入第三次全球化，所以习近平主席飞到瑞士去参加达沃斯年会，阐述中国的主张。我估计中国会不断地推动全球化。第二次以国际贸易为特征的全球化肯定是不行了，第三次全球化能不能成功还不得而知，但中国必须努力去推动。

上述可见，2017年中国的内外压力都比较大，风险点较多，诸多尖锐性问题，所以提出“稳中求进”。“稳”是第一位的，在“稳”的基础上才有可能“进”。具体来说，“稳中求进”就是两件事：一个是“稳”什么，如何“稳”？另一个是“进”什么，如何“进”？

“稳”什么，如何“稳”

“稳”的核心是勇于面对挑战，有效化解风险。只有应对挑战与化解风险，才能实现“稳”。那么，现在的挑战与风险是什么？主要包括下述几个方面，因而“稳”就是要做好下述几个方面的工作。

稳通货膨胀

大家知道，由于2015年及2016年货币政策的宽松及杠杆率过高，2017年的通胀压力将会比较大。去年12月份的数据已经出来了，CPI（居民消费价格指数）同比上涨2.1%，PPI（生产价格指数）是5.1%，都超过了预期。我们对PPI的承受能力是3%，超过3%就不行了。目前PPI已经超过了5%，所以2017年的通货膨胀压力会比较大。通货膨胀说到底就是钱发多了。2015年股灾有2万亿元砸进股市，到现在还没回来。2016年1—3月，3个月内向市场投放了5万亿元。虽然GDP的总量上升到17万亿元，比2015年同期增加了1万亿元，但新增的这1万亿元GDP是5万亿人民币换来的。这就等于向市场投放1元钱，回报率只有0.24%，本钱都收不回来。过去我们向市场投放1元钱，换来的是3元钱、5元钱的增长。所以2015年和2016年的货币投放实际上并不是因为经济的真实需要，而是在GDP压力下的强刺激而已。后来国务院讲小阳春、开门红。结果5月的《人民日报》的权威人士谈中国经济就大批所谓的开门红，小阳春，强调没有开门红，也没有小阳春，是强刺激，是乱搞，并严厉地批评了有关方面。2015年和2016年根本就不用这么多钱，但还是投放出来了，按照我国的货币运行规律，如果过多地投放货币，弊端一般在11个月后就会逐渐显现出来。所以通胀压力在2017年就会显现出来。因此要稳住通胀，CPI不能超过3%，PPI不能超过5%。现在其中一个已经超过了，另一个很快就会超过，因此决策层的压力就比较大。同时，我们又处于调整期，还是需要货币的投放，但是又不能让通货膨胀太严重，这样难度就比较大。

今年怎么来协调这个问题？一方面要满足市场对货币的需要，另一方面通货膨胀不能过快。这就要看操作的水平怎么样。今年可能会适当

收紧货币，因为通货膨胀的压力比较大。我在去年10月说：搞企业的可以提前购买原材料，因为2017年肯定会涨价，同时，资金可能会比较紧张，利率相应的要提高，因为紧缩货币导致货币紧张。企业2017年的困难会更大一些，因为企业最害怕原材料涨价，PPI恰恰涨得很快，超过了5%。原来预计PPI在2018年12月底是4.5%左右，但实际情况是5.1%，涨了很多。当然，一旦收缩货币，货币就会紧张，利息就会提高，成本就会上涨。企业在2017年所面临的是两难的选择，要么接受原材料价格上涨的压力，要么接受金融成本上升的压力，所以2017年企业经营的压力会更大一些。按常规来讲，我们今年应该适当地让货币再宽松一点，因为我们在调整结构，在深化改革。但是通货膨胀的压力又这么大，导致的结果就是收紧货币。货币收紧会导致融资成本的上升。我们实际上是两难的选择。无论是原材料的价格上涨，还是融资成本上涨都对企业不利。2017年的日子估计会比2016年更难过，因为2016年不需要应对通货膨胀的问题，货币基本上比较宽松，而2017年为了应对通货膨胀就不得不收紧货币，从而导致原材料价格高，融资成本也会高。这些都会增加企业经营的困难。因此，稳通货膨胀就是指今年不能让通货膨胀过于加重，不能让CPI上涨到3%以上，不能让PPI继续维持在5%以上，同时金融成本也不能上升过快。今年这方面的情况比较特殊，稳通货膨胀成为第一要事，一定要稳住才行。这是“稳中求进”中“稳”的第一件事。

稳外汇就是稳外汇储备

外汇有两个问题，一个是汇率，一个是外汇储备量。2018年10月以后，人民币贬值的压力非常大。汇价不断在降，同时外汇储备也在减少。这就给我们提出了一个问题，到底保哪一个？不可能两个都保，是保汇率，还是保外汇储备？2018年10月以来一直摇摆不定。我当时的判断是，会保外汇储备，不保汇率，所以建议对外投资的企业赶快多换外汇。一旦保外汇储备不保汇率，就会严格控制外汇的兑换。果不其然，就是保外汇储备而不保汇率。从2017年1月1日起，所有人买外汇都得填表，非常详细。现在都是大数据，得填准了，否则就会受处罚。

我的学术观点也是保外汇储备，不用保护汇率。汇率的波动取决于两种情况，一个是我们自身的情况，另一个是美元的情况。我们的自身情况没有变化也可能导致人民币贬值，因为美元的情况在变化。这次人

民币贬值的原因就是美元加息。美元加息让所有货币对美元都贬值了。我们是贬值3.5%，日元是10.5%，欧元是7%，英镑是8%。我们是贬值最少的。既然贬值不是因为我们自身的原因，那就不要保汇率，否则就要消耗外汇储备。中国的外汇储备目前已经是3万亿美元了。如果不保外汇储备量，麻烦就会更大。汇率不用保，该贬就贬，贬值反而有利于中国出口。贬到一定程度，美国就会着急，所以只要保外汇储备量就行。我们算了一下，美元的指数最高会到110，到了110以后就会自动回落，而且是一直处于回落状态，这时美国和全世界都会着急了，因为所有货币对美元都贬值。美元现在的指数是103，继续上升就会顶不住。我们估计人民币对美元可能会贬到接近1：7。如果真要贬到接近1：7，美国就急了，所以保外汇储备是对的。再说人民币的贬值是美元加息引起的，管它干什么？如果要保汇率，那就得消耗外汇储备，需要不断购买外汇才能把汇率稳住。这反而会给特朗普口实，指责中国操纵汇率。既然2015年8月11日汇率改革完成，汇率不再由政府决定，而由外部的供求关系决定，那我们还保它干什么？所以2017年在稳外汇问题上基本已经定下来，是保外汇储备，而不保汇率。既然汇率保不住，那么外汇储备量就要保证在3万亿美元以上，这对中国有好处。

总之，2017年“稳”的第二件事是稳外汇，就是稳外汇储备量，方向基本已经清晰了，只是企业一时适应不了。针对人民币贬值，大家应该有思想准备。

稳定资产价格就是抑制货产泡沫

稳定资产价格也叫抑制资产泡沫，是一个问题的两种提法。我们的资产价格主要包括两种，一是股价，二是房价。CPI是消费价格，PPI是工业品价格。股价和房价是资产价格。稳定资产价格就是我们所讲的抑制资产泡沫，资产价格不能涨得太快。2017年稳定资产价格的重点不是股市。股价在2017年不会出现太大的上升，因为2015年发生股灾，投资者被打了一巴掌，还没忘记疼。从目前来看，这次股市要上涨的话，保险资金就必须入市，但保险资金刚进来就被挟制住了，甚至被称为野蛮人。其实，全世界的保险资金都可以进入股市，而且很正常。巴菲特炒股票的关键就是因为他下面有一家保险公司。险资进入股市可以做长期投资，所以稳赚不赔。保险资金实际上是没有成本的，所以保险资金进入股市是对的。但是中国的框架没有制订好，是短进短出，成了炒股

票，因此决策层就有点紧张。证监会之所以对这件事情的反应这么强烈，就是因为2015年股灾虽然爆发在证监会管的股市上，但实际上是银监会信贷松动引起的。2015年的这场股灾实际上是银行资金的场外配资进场引起的，但最后是证监会顶包了，股灾成了证监会的罪过。应该说，险资入市一旦被控制住了，2017年的股市泡沫就不会爆发。这样一来，资产泡沫就不在股市，因为股价不可能涨得太多。因此，2017年稳定资产价格的重点实际上是房市。

评价房地产泡沫有一个重要指标，即购房的三大需求比例。大家知道，人们买房子有3种目的。一是为了住，叫刚性需求；二是为了投资，以后收房租，叫投资性需求；三是为了炒房价，叫投机性需求。这3种需求在购房系统的比例就反映房价的泡沫大小。2007年以前，75%的买房是刚性需求。去年10月以后，情况发生了变化，75%的买房是投资型需求和投机性需求。既然买房不是为了住，最后就有可能产生巨大的泡沫。房子的泡沫有多大主要取决于房子的供求关系，即房子的供给不能超过刚性需求，一旦超过刚性需求就说明泡沫产生了。一旦泡沫被刺破，麻烦就比较大。其中的关键就是对供求关系的判断，即房子的供给和刚性需求的关系，因为房子是用来住的不是用来炒的。房子之所以有投资和投机价值，就是因为它能住。如果房子一旦多到因为过剩而没有居住功能的时候，泡沫就破了。现在中国一线城市的投资需求或投机需求所占比例到了75%，这说明泡沫正在形成。因此必须要防止泡沫继续吹大，但是这个泡沫又不能刺破，因为一旦刺破就不得了了。现在的房地产跟我们整个经济紧紧地联系在一起。有人说房地产绑架了中国经济。这句话难听了一点，但是可以用紧紧连在一起来形容。从5个方面可以说明经济和房地产连在一起了。

1.经济增长。

现在每年经济增长的20%都是房地产贡献的。房地产一旦出问题就真不得了了。

2.金融风险。

房地产是杠杆率最高的产业。现在105家房地产上市企业的负债率是4万多亿人民币，恒大的负债率是98%。如果房地产出事就会转变为金融危机。

3.就业。

房地产的背后是建筑业、建材业、建筑装备制造业，而这3个产业恰恰是劳动密集型产业。房地产一旦出问题，就业就会受影响。

4.地方财政。

现在好多地方政府已经不是税收财政，而是土地财政，靠卖地生存。房地产一旦出问题，地方财政就会出事。

5.全体老百姓。

房价跌就等于人民的财富缩水。中国老百姓一生的主要财富表现为房子，房价波动会涉及所有人。

以上5个方面说明房地产和中国经济是连在一起的。一方面是泡沫不能继续吹大，另一方面又不能刺破。在这中间要形成一个平衡点，难度比较大。我们现在一直在关注日本的经验和教训。日本的房地产泡沫形成于1985年，在1990年被刺破。

日本之所以短期内形成房产泡沫，第一是因为信贷宽松。从1985年开始，日本完成工业化和城市化，钱多了不知该往哪里投资。这个时候银行就找有钱人，你们买房子、买地、买不动产，就抵押在我们银行，我们银行按抵押资产的70%放贷，你们还可以继续投资。于是所有人都开始不断放大自己的财富。买房买地之后抵押给银行，拿到70%的贷款就再买房子。这种买房子的行为不是为了住，而是出于投资、投机的需求。可见，拉动房产需求的是信贷宽松。

第二个原因是外资。美国在1985年强迫日本签订《广场协议》，《广场协议》就是美国剪日本的羊毛。《广场协议》里面重要的一条就是，日本保证日元在未来5年内每年升值5%。因此大量外资涌入日本，每年什么事都不做就有5%的收入。这些资金进来之后也没有什么好投资的，也是投向房地产，外资大量地买房买地又把这种投资和投机的需求拉动起来。

上述这两大力量拉动了住房需求。为了满足房地产市场的需求，日本这个时候只好修改建筑法。当时日本的建筑法明确规定：不能把旧房

子炸掉盖新房子，尤其是东京、大阪这些城市。建筑法修改以后，大量房子就供给出来了。拉动房子的两大需求不是刚性需求，但是大量房子确实被供给出来了。到1989年时，日本精英们就发现要出事，他们建议日本决策层应该赶快紧缩。日本先收紧了信贷，但没想到却把股市的泡沫刺破了，大量上市公司亏损甚至破产。上市公司为了弥补亏损，防止破产就卖房子。就像中国最近的上市公司一亏损就卖房子一样，卖不动产弥补亏损。紧接着外资要撤走，因为，1990年《广场协议》到期了。外资要走了所以也要卖房子，外资大量抛售不动产。这个时候不知道谁出了个馊主意，日本实行房产税，即房子多的人得交税。于是个人也开始卖房子了。上市公司、个人、外资全部都卖房子，房子的供给远远超过刚性需求的状况就暴露出来了，所以泡沫被刺破了。

决策层对房产税一直很谨慎，因为这是柄双刃剑，有可能把泡沫刺破。但是有人不知道轻重缓急不断地喊，所以政府一直在摇摆。日本就是因为房产税把泡沫刺破的。我们会不会呢？北京现在的房子供求关系发生重大变化，还有多少刚性需求？我们对北京户籍人口做过抽样调查，每家平均有4套房。虽然这个抽样调查可能并不反映全部情况，甚至有很大的偏差，但如果大家一起卖房子会是什么局面？房产税为什么迟迟不出台？因为有日本的前车之鉴，而且我们现在不知道房子供给超出刚需多少。一旦出台房产税，大家就要卖房子。企业、个人都卖房子，很可能会远远超过刚性需求，泡沫就会被刺破，后果不堪设想。

我们现在资产泡沫的重点是房地产。房地产泡沫不能刺破，也不能继续吹大。我最近和清华的一个学习似乎不太认真的学生聊天。我说：你小子不好好学习，天天晃荡，出去以后怎么办？若能力不行，你的收入还不够买房子，怎么行？他说：老师您错了，我有房子。我可以从爷爷奶奶爸爸妈妈那里继承。可见，他们跟我们这代人不一样，他们可以继承财产，不用去买房子，因此他们不想这个问题。中国若到了这个阶段，房子的供给应该做到多大？所以我们很担心。如果供给继续增大，到那时候供给超过刚性需求太多，麻烦就挺大的。现在挺矛盾的，一方面不能继续吹大泡沫，另一方面刺破泡沫又不行，是一个挺艰难的选择。

没办法只好限购限贷，这是唯一的办法。限购限贷限的对象都是买三四套房子的人。按规定北京户籍可以买两套房子，再买就说明不是为了住，而是为了投资或投机。如果把这种投资及投机性需求拉起来就麻

烦了。开发商讲：既然大家买房子，那政府就大批量地盖房子吧。但如果每家都是5套房子，泡沫破了谁负责？开发商把钱赚跑了，老百姓怎么办？所以还得想办法限制投资和投机性需求，只好限购限贷。但是很难限制，因为有些中国人已经没有底线了，比如假离婚买房子。婚姻多么神圣，怎么可以为了买房子而随便假离婚。现在有人为了买房子可以什么都不顾。我在杭州就见过很多因为买房子而离婚的。那些人已经有两套，还想再买，就只有选择离婚。人若处于这种思维的支配下，欲望实际上是控制不住的，这种私利导向是必然的。就像明明股市已经不能进了，股指太高了，还是照进不误，只有一巴掌打过来，即股市暴跌才能清醒。但是房子不能像这样打一巴掌，一打就出事。股市打一巴掌可以，但是房市不行。泡沫不敢刺破，一旦刺破谁都受不了，没办法只好磨，也就是让别的产业渐渐代替房地产行业，淡化房地产在整个经济中的地位和作用，慢慢实现软着陆。

今年因为担心房地产会出事，所以调控举措会更加严厉一点。现在搞了一个领导责任制。哪个城市的房价涨得太高，先把一把手免了。这招比较厉害，现在所有城市的一把手整天关注的就是房价，而且都有一点不尊重市场规律了，例如房子要卖多少钱，报上来一看价格太高了就不批，结果房子就卖不了。卖可以，但是必须降价。为什么这么严厉？因为剑悬在头上。一旦房价统计结果出来，先拿一把手问责。所以2017年的行政手段会更重些。

我估计，2017年的重中之重是稳定资产价格，重点将是稳定房价，而不是股价。房价要稳定，既不能把泡沫刺破，也不能把泡沫继续吹大。因此唯一的办法就是限购限贷，追究地方责任。因为谁都清楚这个问题不好处理，因而准备用5年的时间完成房地产的软着陆，即2016—2020年，泡沫没刺破而且又平稳下来。这实际上就是给房地产5年的调整期。我跟许多房地产商讲：别拿地了，能撤就撤，价格一旦好就卖。现在不是买地的时候，而是卖房的时候。谁都知道房子供给超过刚需这个数字总有一天会显现出来，住房供给超过了刚性需求，麻烦就大一点。

例如，北京现在在严格控制户籍人口，再加上搞京津冀一体化，房地产的压力就很大。什么是京津冀一体化？就是疏解非首都功能。首都功能就是4个中心，政治中心、国际交往中心、文化中心、科学创新中心。除这4条之外都不是首都功能。第一，首都不是经济中心。北京现

在不适合创办企业，有四五千家企业要搬走，现代汽车、奔驰汽车都得搬走。奔驰打官司说，当时吸引我来时没说要让我搬走，我刚建好就让我搬走。对不起，就得搬走，因为北京不是经济中心。下一步将会对央企总部动手。三峡公司把总部放在北京干什么？搬回三峡去。凡是进行重组的央企，只要有一个机构在外地，就都得以外地为中心。我估计许多央企可能都要迁出北京，政府很快就会动手。第二，首都不是教育中心。北京的许多大学都得搬走，只留搞科学研究类的大学。北京2017年的招生数量和去年相比压缩10%，外地生源压缩10%。北京大学已经正式宣布取消了所谓继续教育的本科学历。北大、清华不会搬走，但是想扩大是不行的，一寸土地都不给，要扩大在外地办分校可以。北大在深圳办分校。清华大学的机械系想扩大就在天津滨海新区办机械学院。在北京就不行，因为这里不是教育中心。第三，首都不是医疗中心。现在在北京看病的80%是外地人。北京所有的好医院在北京一律不准扩大规模，但可以在外地办分院，在北京不行，这里不是医疗中心。北京市政府和市委都搬出城中心了，搬到通州去了。那里不叫首都服务中心，而叫北京城市服务中心，不是首都。北京和首都不是一个概念。中国是首都在北京，但不能说北京就是首都。

各地房地产投资的情况都要取决于对这个城市的房地产供求关系的判断。供求关系是房子供给和刚性需求的关系。凡是产业及人口聚集度很快的城市，房价还会有继续上涨的空间，但是人口和经济停滞的城市就不可能。我估计，黑天鹅事件会在今年的房地产市场出现。建议大家对这个问题还是要警惕一点。因为这次的调控和前几年的控制房价不是一个概念。前几年从来不谈资产泡沫，主要是讲房价太高，人们的承受能力不够。现在是按照资产泡沫来控制，而且强调房子是住的而不是炒的，不能将房地产作为刺激经济的手段。这说明思维模式已经调整，建议大家关注这一点。估计会有不少中小型房企开始倒闭。

稳实业与去产能并举

目前实业的经营压力非常大，而且破产倒闭的压力也非常大。实业压力大的原因主要是严重的产能过剩。从目前的现实情况来看，既要去产能，还要能稳得住实业才行。单纯强调去产能，稳不住实业也不行。除了产能过剩之外，实业还有所谓的“互联网＋”的影响。例如网上购物就对实业的影响很大，到商场看一下，除了吃饭那层，别的楼层基本没

人。许多人都没有工作了，现在一个手机几乎解决了所有问题。一个老总告诉我，说他的秘书最近就很紧张，老问他：什么时候不要我？过去需要她买机票、订车票，现在手机一点就行，她就没事干了。北京的机票代售点都没有了，好多实业面临着巨大冲击。产能过剩再加上这种新技术的冲击，实业真的有点受不了。西方国家在互联网技术的使用上比我们早得多得多，但是为什么不做网上购物？因为要考虑就业和实业的承受力。我们现在的80后、90后连饭都不做了，手机上点一下就送来了。这样一搞之后，很多人就没事干了。许多实业想要生存就得降价，但一降价就会赔本，所以各种招数都出来了。因此，我们还得想办法稳住实业才行。

在产能过剩问题的处理上，我们还得从稳实业的角度想出适当的办法。从这一点来看，产能过剩主要是用3个办法来解决。

1.让一部分产能转向国际。

中国与世界进行产能合作，因为我们国家20%左右是现代产能，是有国际市场需求的。福建的搞汽车玻璃的曹老板到美国去办公司、办企业，因为他的技术是一流的，而且美国的成本、税收都比中国便宜。这类企业要让他们走出去，不能控制，而且不让他们走也不行。一部分产能真的是要走出去才行。

2.要去掉一部分僵尸企业。

国企的僵尸比例太大，许多国企的下属公司就是僵尸企业。只要僵尸企业存在，产能便永远过剩，效率又很低。

3.还有一部分企业需要推动升级换代，产品不升级不行。

这部分企业的市场需求仍然存在，主要是产品不行，需要推动产品升级。我这次去泰国参观正大集团，正大有不少企业属于传统制造业，我发现正大做得真的很精细，而且越来越精细，从源头上开始控制成本与质量。未来有一部分好的企业会留下来，但要让这部分企业升级。

我们对实业尤其是传统制造业，不能一味地采取放任不管的办法，还是得想办法稳住才行。现在都没人愿意做实业了，因为很累，回报率很低，风险很高。大家都去做金融了，现在中国的金融类公司越来越

大。最近一位商业地产商从地产退出来，用50个亿搞PE，就是搞股权投资。股权投资也要尊重创业者，不能老去揩油。人家辛辛苦苦办公司，你动不动就拿走了，这也不行。现在有钱就是大爷，实体经济因为资金紧张没有办法，只能让他们进来，但是他们又不会具体搞这个事情。因为PE这种投资公司根本就没人进经营班子，熟悉经营的人并不多，是纯粹的股权投资。该如何处理这个关系？尤其是现在的PE公司要求的回报率还挺高，这怎么可能？所以必须适当保护实业才行。实业公司可以直接上市，不一定非要让PE去包装上市。总之，我估计，2017年我们会想办法稳住实业，不稳不行。

稳金融必须减税和降成本

现在金融的风险压力很大，不能让它爆发，要稳住才行。这次经济工作会议提出，要把防范金融风险放到更重要的位置上来。从经验来看，我们越强调什么的时候，就越有可能是出大事了。中国金融风险的爆发点是债务风险，债务风险很大，会转变成金融风险。债务分为3种，一种是政府债务，一种是企业债务，一种是个人债务。个人债务不是太大。去年七八月新增的贷款基本都是个人买房子，算了一下，虽然增长快，但是也不大，没有到红色警戒线。政府债务无所谓，反正政府也不会破产。欠着就欠着，这届还不了下届接着还，对老百姓来讲还可以是个投资平台。现在主要是企业债务，企业债务不能再增加了。现在企业债务太大，如果继续放任可能会引发金融风险。要进一步减少企业债务。欠债还钱，企业只有赚了钱才能还债，才能减少债务，不能拿嘴吹，因而应该让企业赚到钱才行。因此防范企业债务风险最好的办法就是让企业赚钱。

在别的条件不变的情况下，企业除了通过提高效率赚钱外，还能通过两个办法赚钱，第一是减税。税减了，企业利润就增加了，利润增加了就能还债了，所以必须得减税。最近因为是否应该减税展开了一场激辩，例如搞汽车玻璃的曹老板讲税太重，但有人觉得很正常。天津财大的老师提出死亡税率，说中国有个死亡税率，现在中国企业都处于死亡税率的边界上。有人一听就急了，中国怎么可能是死亡税率的国家？所以有人口风就变了，说中国税负不高，宏观税负不高。他们这就是自己打自己的脸，既然税负不高，那喊什么减税？“十三五”的一个重要问题就是减税，已初步确定2015年减5000多亿元，“十三五”减3.6万亿元。

既然税不高那减什么税？税就是高，得承认才行。不减税，企业的利润就不能增加，无法还债，债务就降不下来，只有还钱才能把债降下来，所以必须减税。我估计，讨论一段时间之后还得大幅度减税。

华为的任正非先生说：我算过账，如果华为按照现在减税的条件把税减掉，就需要200人做这件事，但是这200人的工资比减的税还多。企业家是算成本和收益的。我可以抵扣，但是需要200人来做这个工作，结果工人的工资比减的税还要多，那我就不做了。任总的意思就是减税的程序或手续太烦琐，你们要改进才行。所以我觉得现在的减税的梗阻现象太严重。国家可能是真想减税，但是税务系统不同意甚至抵制，这就比较麻烦。

我们要把防范金融风险放到更重要的位置，防范金融风险的重点是企业债务。企业负债不能太高，债要降下来，企业只有赚钱还债才行。而目前赚钱的一个重要办法就是减税。

言归正传。企业赚钱的第二个办法是降低成本。现在企业的成本太高了，尤其是劳动成本太高，劳动成本得适当降低。大家知道，既然国家收了那么多税，社会保障金的缴纳就应该降低才行。税收与社会保障金的缴纳是成反比的，税收高，社会保障金的缴纳就应该降，既要多缴税还要多缴社会保障金，这怎么行？税收最重要的一条就是充当社会保障金。政府收税只要做好4件事就行，基础设施、基础教育、基础研究、基本社会保障。但结果是政府拿了税收干别的事情，导致企业的成本过高。

尤其需要指出的是，《中华人民共和国劳动合同法》真的要赶快修改。我现在住的地方的前面是专门处理劳动纠纷的地方，整天人山人海。现在工人告老板一告一个准，百分之百老板输，最后都是老板拿钱摆平。这种状况搞下去谁还愿意办企业？这么高的成本，而且一旦出了风险还要企业家自己承担。现在企业在政府办个事需要很多人去干，什么事都要政府审批，结果是越放权审批越多，企业得搞个很大的公共关系团队跑这些事。简政放权了这么长时间，政府却越办权力越大，企业要为此付出很高的成本。

我估计2017年必须减税、降成本，只有这样企业才能赚钱，才能还债，债才能降下来，才能防范金融风险。我认为决策层的思路已经很清晰了，现在是如何操作的问题。

“进”什么，怎么“进”

“进”的核心是推动新体制的形成，实现经济增长方式的转变，有效增强经济增长的活力。“进”所涉及的问题很多，但最为重要的有下述几个。

提振民营经济的信心

要提振民营经济的信心，推动民营经济再次快速发展。现在民营经济在国进民退的压力下基本上没什么积极性，移民的浪潮一浪高过一浪。移民的原因是担心财富安全。有一位民营企业家问我：魏老师，你们是不是反腐，先收拾政府人士，然后再收拾央企，之后就轮到我们民企了。由此可见，他们很担心财富安全，所以选择移民。因此，在这种条件下，要重振他们信心的前提是要解决他们的财富安全问题。我认为中央对这个问题是极为关注的，例如中共中央与国务院在2016年12月出台了一个平等保护各类产权的文件，提出依法平等保护私人产权。在这个文件推出的第二天，高法就推出了配套文件。文件涉及平等保护产权的8个方面的问题，这实际上给大家吃了颗定心丸。我们要像保护公共产权一样保护私人产权，要平等保护各种产权，尤其是平等保护私人产权。这个文件第一次提出不要把国企与民企的经济纠纷动不动就上升到刑事案件。民营企业与国企做生意，民营企业赚了，国有企业赔了，这很正常，不能把这种事叫作侵吞国有资产。过去有的地方竟然将此定性为侵吞国有资产，实际上并不是这么回事，这种案件可以重审、再判。

我估计下一步可能在平等保护私人产权方面要不断地推出一些具体的措施。比如，房产70年产权到期怎么办？大家都很着急。不用着急，对于温州到期房产的处理办法，就说明到时房子还是你的。温州房改早于全国，当时定了产权30年到期，现在温州有批房子30年产权期限到了，如何处理？国土资源部的回复是“两不、两正常”。“两不”就是不用再申请延长土地使用期限，不用再补交所谓的土地出让金。“两正常”就是正常登记，正常交易。由此可见，房产在70年到期以后还是你的，甚至连土地出让金都不用补交。因为温州事件代表了全国未来的方向，要

保护私人产权，所以在保护产权方面可能会陆续出台一些办法。现在虽然文件没有讲取消原罪的问题，但实际上就是除了涉及贪腐问题之外，基本上既往不咎。

我估计未来在保护民营企业产权方面会做一系列事情，最近可能要做3件事。

第一，凡是不具备司法权力的政府行政机构一律不准查封企业财产。

我们国家的政府分为两种机构，一种是司法机构，一种是行政机构。行政机构绝大部分没有司法权，所以行政机构不能查封企业财产，因为财产权属于司法权范畴，所以没有司法权就不能查封别人的财产。政府行政机构如果发现企业犯罪违法，可以向司法机构起诉，但是不能自己动手。我们国家赋予行政机构司法权的好像只有两家，一个是中国海关。我们在1997年打击走私的时候给了中国海关一部分司法权力，海关有缉私警察。另外就是2002年给了中国证监会司法权，有权查封上市公司账号，但是只是上市公司，非上市公司不能查封。原因就是当时有一个人把一家上市公司的股票拉了24个涨停板，证监会去全国人大常委会汇报说没法终止他的连续犯罪行为，因为没有司法权。所以2002年人大赋予证监会一个司法权，有权查封上市公司账号。除了这两类机构之外，一般来说，行政机构是不具有司法权的，不能查封企业财产。最近这方面越来越严格，所以我建议企业的常年法律顾问要认真学习一下最近颁布的关于保护产权的文件。文件有许多新的变化，可以据此保护自己。最近有媒体报道说：某某市公安局在税务局的引导下查封了某某公司。这个报道很有意思，指查封的主体是公安局而不是税务局，因为税务局没有司法权。政府若发现有问题可以向司法机关起诉，但是不能自己动手。因为财产权属于司法权范畴，所以没有司法权力的任何行政机构都没有司法权，也没有查封权。

第二，司法机构也不能随便查封企业财产，要以立案为标准，没有立案也不能行动。

立案是个挺复杂的过程，可以通过程序公正而限制司法部门的权力滥用。就是司法机构，没有立案照样不能查封企业财产，这是有严格界定的。

第三，逐渐让司法机构脱离行政机构。

从现在起，市、区、县法院院长的任命将不再是同级政府或同级人大，而是上升到省高级人民法院。检察长的任命也上升到省部级机构。市、区、县的政府不能再任命同级的检察长，要上升到省一级。过去案子审完之后要上报法院的院长，院长签字才能生效。现在不是，主审法官签完字就生效，不用再上报给院长。主审法官签字就是最终的审判结果，现在已经赋予法官很大的权力。当然，同时法官也会被终身追溯责任，冤案、假案、错案终身会追溯法官。法官的权力很大，责任也很大。现在准备把全国三分之二的法官变成法律辅助人员，只有现有法官的三分之一的人才能真正成为法官。我们现在的法官任命太草率了，考试通过就是法官。法官不是一般的公务员，而是一种独立的代表法律的职业，所以三分之二的法官要变成法律辅助人员。

我们的《行政诉讼法》已经完成修订并正式公布，企业可以起诉政府。不仅可以起诉个人，还可以起诉政策，即所谓的文件。文件有问题可以起诉，人有问题也可以起诉。企业起诉政府不再是审核制，而是登记制。过去要审核之后才能立案，现在是登记制。只要起诉得有名有姓、有原因就可以立案，而不是审核制。北京市是试点单位，2016年民告官的案件增长了151%。从目前的审判情况来看，基本上是民营赢了官司。现在有些政府挺害怕某些企业的。据调查，北京现在起诉政府的这些企业基本上都是80后创办的，不害怕政府，真起诉政府。我到政府机构办事，他们都说：魏老师，我们都知道哪些企业惹不起，他们来办事赶快办完让他们走，因为他动不动就起诉你，我们不想惹这个事。企业真要起诉政府，政府也很紧张，因为一把手必须到庭。现在政府都在搞常年法律顾问，得找个人代表政府冲在第一线，不能老让一把手出庭。

我们逐渐把政治关系走向法制化，在这个方向上正在稳步推进。我觉得媒体对有关产权保护文件的宣传力度还不够。我感觉这比1978年农村包产到户都有用，都有意义。因为这是第一次提出私人产权同公有财产一样神圣不可侵犯。过去似乎公有产权侵犯私有产权就是正常的，但是现在要保护私有产权，因为有恒产才有恒心。社会的动荡方面实际上是无产者容易动荡，有产者一般都不会动荡。我建议大家认真看一看关于平等保护各类产权方面的文件，尤其是最高人民法院公布的配套文件，这对保护自己有很大的作用。

2017年我们在提升民营经济信心这方面是向前推进的状态。如果民营企业没有投资积极性和经营积极性，整个经济就会很麻烦，必须要保证民营企业仍然有很强的投资积极性才行。2016年推出关于产权保护的文件就是为了在2017年再次振兴民营企业的积极性。2016年经济工作会议专门提了一条，要重新振兴民营企业投资积极性，具体措施就是推出来的有关平等保护产权的决定。我建议你们自己或者你们的律师要认真看一看，它的作用不亚于1978年的包产到户，在未来将有很强的意义。

这是“进”的第一件事。今年必须想办法让民营企业的积极性振兴起来，如果他们都移民了，谁还搞经济。他们移民不是因为外面的空气好，外面的教育好，而是因为担心财富安全。既然担心财富安全，那就要让他们放弃担心才行，那就必须保护他们的产权。去年12月推出平等保护各类产权的文件是有意义的，要推动产权保护，各级政府要尽力而为。

推动国有企业的混改

国企的混改在2017年要有很大的动作。混改不仅竞争性行业可以做，垄断性行业也可以做，比如电力、电信、石油、石化等行业都可以做。

我们经常在混改中讲两条，第一是国有绝对控股。结果搞不成，因为有人不愿意国有绝对控股怎么办？股东大会定就行了，股东大会确定要不要国有绝对控股，公司章程确定。第二是坚持党的领导。一个企业在开会制定章程的时候，中小股东投票反对这条，所以取消了，因为董事长不是党员，不能专门派个党员来当董事长，来给中小股东开会，所以就把这条去掉了。公司章程里面有一条坚持党的领导，董事会把这条去掉了，因为公司有党员可以成立党组织，但党组织并不是企业领导机构，坚持党的领导不体现在这方面。据说，这些都是股东们的意见，可见股东大会决定一切。

我估计2017年会出现许多黑天鹅事件，中国人还是有很强的自我创新能力的。混改将在2017年逐渐推开，能够有所“进”。这还是有一定意义的，所以在混改方向上要做进一步推动。中石油、中石化的天然气管

道应该股份化，干脆让老百姓买得了。高速公路不一定非要政府去经营。我的一个学生跟我说：魏老师，从北京到上海的一些高速路都是我的。我很震惊，公路已经被好多基金收购了。中国现在正在悄悄地发生变化，只是许多人不知道。美国的基础设施基本都是国家的，所以不收费。英国的是属于各种家族，比如天然气属于哪个家族，煤气属于哪个家族。中国未来可能是属于各种基金，而不是某个家族。所以混改是挡不住的，因为不改就没办法做。该怎么改、章程怎么定，不是政府说了算，而是由股东大会投票决定。

过去有一句话是，国有企业是我们党的执政基础。现在不讲这句话了，改成国有企业是我们党的一个重要的执政基础，也就是指国有企业只是众多执政基础中的一个。这样一改意思就不同了，因为企业中还有民营企业，民营企业也是我们党的一个重要的执政基础。

最近有一系列的政策在修改，比如“做大做强国有企业”现在变成了“做大做强国有资本”。估计下一步还会有不少调整，逐渐在调整。混改在2017年可能还真能做一些事。在现在的几千家上市公司中，国家绝对控股的是极少数，大量的上市公司没有绝对控股股东。这就为下一步的混改带来很大的便利。金融改革的速度也很快，比如基金类就不断产生壮大。现在一个重要的力量就是基金。个人财富是有限的，企业财富是有限的，但是基金是强大的。由此可见，混改可能在今年会有一些突破。

进一步推动金融体制改革

2016年出问题最多的是金融类机构，例如以融资平台为特征的线上公司和线下公司在2016年出了许多问题。以e租宝为代表的几十家线上公司都出事了，线下公司的重灾区是上海，估计涉及的资金金额应该在两三千亿元以上。这并不表示我们的金融改革有问题，而是改革的过程中法律制度不健全的问题。加之我们的思维还没调整过来，认为中国的现在和过去一样，还是一个回报率很高的国家，所以人家告诉你有30%的回报，你就特高兴，现在做什么事能有30%的回报？只有两种人可以做到，一个是骗子，一个是毒贩。因为思维没有调整过来，所以金融方面出了不少问题，包括线上与线下的公司。但是金融改革的方向是对的，金融改革还会进一步向前推进。

金融改革在2017年还会不断进步，比如非银行金融的基金、保险、证券等方面的改革会进一步发力。我在2016年给好多企业的建议是要拿一个牌照，就是保险。保险牌照是很有意义的，保险有社会保障的功能，所以国家在经济出事的时候宁可保保险公司也不保商业银行。美国2008年金融危机，商业银行破产了，但是国家保了保险公司，因为它有社会保障功能。险资在某种意义上是成本最低的一种资金，没有兑付之前都可以使用，成本是很低的。现在越来越多的保险公司开始出现，尤其是大量非国有保险公司开始出现。所以基金、保险、信托等方面会继续放开，不会因为去年出点事就回收，还会进一步推动。现在找我讨论问题的绝大部分是基金公司，他们有钱却不知道投在哪里。他们不是讨论企业怎么经营，而是讨论钱往哪里投。我有一个在基金公司做CEO（首席执行官）的学生。他跟我说：北京太热，咱们去青岛海边休息几天，我来付账，你来就行了。我以为他真让我休息，飞过去后才发现上当了。他管了一个100亿的大基金，把基金投资人都召集到青岛，跟我住在一个酒店。早餐从7点半吃到10点半，晚餐从17点吃到21点半，比我平时工作还累。目前进入基金的人越来越多，企业重要的投资方向是通过基金的方式，所以保险、基金、信托发展得很快。民营银行现在放得很快，但是人们的积极性不高，人们更为关注的是非银行金融机构。我估计2017年还会进一步发展。

中国的市场经济改革大方向已经确立了，中国社会不是某些人想怎样就怎样，整个方略要符合市场经济这个方向才行。有一次讲课，一个学生说要用私人飞机来接我。我才发现现在私人飞机和专机多得是。中国社会正在悄悄发生变化，一些新型的金融组织开始产生。国家控制国有银行的意义不大，这促使监管部门也得改变。我们现在是分业监管，上市公司有证监会、银行有银监会、保险公司有保监会。有的人各种牌照都有，既有商业银行牌照，也有保险牌照，还有信托牌照和投行牌照。现在是金融控股公司走向混业经营。如何监管？我们的金融监管部门在2017年也得变化，要从分业监管走向混业监管，重点是那些金融控股公司。因为现在都是混业经营，金控公司不少，无法分业监管，也监管不了。

中国的金融改革已经停不下来了，会继续向前推进。比如刚才讲到的保险资金入市的问题。现在入市的这些保险公司在法律上没有任何问题，在道德上也不能谴责，得设计制度才行，因为他们认为是制度设计得有问题，而不是我们的问题。我估计监管体系也得改。金融体制改革

已经是大势所趋，谁也控制不住，有非常重要的发展前景。建议大家在未来发展方向的选择上，一定要仔细琢磨一下金融方面怎么介入的问题。现在单纯搞实业不行，未来好多企业都会走向投资公司这种类型。你现在也许除了实业之外还有一些金融或者别的投资，但总体上一定是产业公司而不是投资公司，因而要改，因为在中国单纯的产业公司的时代已经结束了。比如华为未来的运作，一定是大的投资公司下面有各种产业公司，也有各种各样金融类的公司。建议大家能够适当地注意一下现在的这些变动，金融改革在2017年还会有很大的发展前景。金融改革还会向前推进，还会有机会，还会有机遇。由于现在许多政府退出具体的金融活动，好多政府控股的信托公司、保险公司都要卖了。这就给好多企业带来一个很好的机遇，能够逐渐进入金融领域。

迎战人类社会的第三次全球化浪潮

第一次全球化浪潮以殖民为特征，主导方是欧洲列强，“遗产”是殖民地文化；第二次全球化是美国主导的，“遗产”就是以国际贸易为特征；第三次全球化浪潮就是全球配置资源，是技术、市场、资金、劳动的全球配置。比如有些技术在美国没用，但是在中国就有用。中国有巨大的市场，一个小小的技术也可能会带来巨大的收益。有的技术在中国没用，但是在别的国家有用。实现全球配置资源的过程就是第三次全球化的浪潮。中国要迎战第三次全球化浪潮，走向所谓的全球配置资源，所以中国才提出“一带一路”，要在全球来配置资源。中国在美国反对第二次全球化浪潮的过程中要启动第三次全球化浪潮。

第三次全球化浪潮不再是国际贸易和进出口的问题，而是全球配置资源。例如复星集团已经基本走向全球配置资源，在海外用几千亿美元收购了西班牙的保险公司。保险公司的资金很充足。中国的民营企业家有钱就投资，于是把保险公司的资金拿到中国来投资。海外的资金很便宜，成本非常低，尤其险资的成本基本为零，而中国有巨大的商业投资机会。全球配置资源在未来将有很大的意义。比如中国的粮食不能继续按保护价收购，否则中国的粮食就没办法走向世界，未来一定是要走向全球化才行。全球粮食类的加工制造企业已经开始琢磨要进入中国，比如我国吉林省的玉米太多了，就会有公司来帮助解决问题，大的全球性公司都可以进来。

全球配置资源是一个新的全球化浪潮，中国要迎接这次浪潮。马云和特朗普会谈，马云要给美国创造100万个就业机会。马云主要针对的是美国的小企业，这些美国小企业的产品可以在阿里巴巴网上卖给中国人。当马云敲钟的时候，美国小的农产品企业特别高兴，因为可以通过这个网站进入中国市场，等于是全球配置资源。反过来，我们也可以进入别国的市场，也是全球化。我建议大家到“一带一路”沿线看一下。虽然这个概念刚刚提出来，但是已经开始见效了。最近我去老挝，居然有十几万中国人在那里，基本都是湖南人，我很震惊。我发现我们走出去都是一窝一窝的。只要走向全球配置资源，打开国门就是新的机遇。中国人很勤奋，能干事。建议大家关注全球配置资源。这是一个新的全球化浪潮，未来将有很大的意义。

在企业家群体里寻找新的增长点

因为过去的一些增长点基本饱和了，所以得找新的增长点。新的增长点在哪里？“十三五”规划已经讲清楚了，中国未来10年内，新的增长点主要在3个方向上。

第一，战略性新兴产业。

战略性新兴产业是我国未来新的增长点。战略性产业有8个要点。

1.新能源。

新能源属于战略产业范畴，水能、生物能、地能、风能、太阳能、核能都属于新能源范畴。我最近发现地能技术进步挺快。虽然现在地能发电的技术还没有突破，但是地能实现了代替空调的功能。我上次去全国工商联总部开会，那栋大楼采用的就是地能。夏天的空调和冬天的暖气来自地能，不是天然气。现在北京许多农户都开始走向地能，因为独体房子最容易实现地能，成本比其他类型的房子低多了。当然也有一些反抗力量，比如煤炭这种传统能源比较多的地方就不愿意采用地能。我最近去了一个煤炭较多的市，市里的同志告诉我：你们别搞新能源，我们这里的煤很多而且很便宜，地下的煤按照现在的办法挖，可以挖700年，不用急着搞新能源。我说：你们应该学一点人类发展史，石器时代结束不是因为没有石头，而是因为人们发现了铁器技术。新能源技术不

能因为还有煤就不进步，技术进步是必然的。后来他们说煤炭可以搞煤转油和煤转气，还可以继续发展。其实煤转气和煤转油的技术西方国家在70年代就发现了，技术早就成熟了。人家为什么不用？为什么不搞？因为对环境的破坏太大，得不偿失。时代变化很快，千万不要用老眼光看待问题，新能源很快就会成为现实。德国已经正式提出到2030年将放弃化石燃料。只剩14年时间了，能这么快吗？可是德国已经提出来了。

2.新材料。

剑桥大学已经实现用石墨烯生产电池，充一次电可以跑660千米，可以连续充电2000次。我这次去深圳华为看了一下，华为的石墨烯电池也取得了重大进步。这些新材料都发展得很快，新材料是一个重要的新增长点。

3.生命生物工程。

未来生命生物工程的市场是巨大的。我前天在郑州才知道，有人把加拿大的生物技术引进来，就是引进了一种一年四季都不会落叶的植物。中国北方一到冬天就光秃秃的，需要景观植物，所以他引进了不落叶的冬青。这种冬青很有意思，上面是红的，中间是绿的。我最近才知道，现在肝脏可以打印出来。当然还没有给人安装，只是用来做试验，也就是药物试验。新药出来可以用它来做临床试验，因为直接给人使用会不安全。未来的人类器官打印并不是遥遥无期。

4.信息技术及移动互联网。

腾讯公司的微信就是移动互联网的突破，现在腾讯的市值已经超过了马云的阿里巴巴。这种创新带来了巨大的市场价值，所以移动互联网已成为重点。

5.节能环保。

中国每年的废水处理差不多有近万亿的市场价值，但是我们对有些污水处理无能为力，例如化工废水和医疗废水都处理不了，就排到地下，土地会被重度污染。如果能够完成得有多大的市场价值？

6.新能源汽车。

据说董明珠最近要收购珠海一家电池生产企业，却被中小股东否定了。我看到一个材料，说珠海这家公司的技术来自美国。其实这个技术在20年前就出现了，人家为什么不做？我认真看了资料才明白，这种电池技术只能用于公交车或者大轿车，因为电池的体积比较大。要从深圳跑到广州，估计车屁股后面基本都是电池。小车不行，最多用于大轿车。能不能成功？有的专家判断是比较危险。我认为你们现在除了学一点经济学之外，还要注意一下世界科技变动方面的动向。新能源汽车是必然的。

7.智能机器人。

智能化已经是一个新方向。参加乌镇的互联网大会时，搞人工智能的人问那几个搞互联网的同志，你们是不是该退休了？你们这一代已经结束了，该轮到我们这一代了。智能化和机器人在未来都有很大的空间。

8.高端装备。

我们国家在高端装备领域很短缺，有很大的机会可以进去。

总之，新增长的第一个增长点就是战略新兴产业。建议大家要关注这些新的增长点，因为它给我们带来的市场价值非常大。我们算了一下，战略新兴产业发展起来会给我们每年带来50万亿元以上的GDP总量。50万亿元是什么概念？我们2016年的GDP总量大约是71万亿元，一个产业就带来50万亿元。这个新增长点会有很大的前景。

第二，服务业。

服务业将成为新增长点并且有很大的空间。消费服务、商务服务、生产服务、精神服务都很有空间。消费服务有6个组成部分：餐饮与商贸、医疗与健康、养老消费服务、儿童消费服务、家政消费服务、交通信息消费服务都很有前景。最近国务院明确放开了养老消费服务。养老消费保障和养老消费服务不是一个概念。养老消费保障是讨论政府养老的地位和作用。养老消费服务是服务业，可以全面由社会资本投资。最近商务服务有两个方面是我没想到的，一个是家庭财富管理，属于商务

服务业范畴。现在家庭财务管理有很大的空间。许多人有点钱专门找人打理，因此出现家庭财富管理的业务。还有一个商务服务最近发展得很快，就是园区管理服务，未来政府不再建园区，都是企业化，由企业专门建园区，可以“拎包入住”，大量的中小企业需要园区服务，园区管理服务成为很重要的内容。生产服务业中的外包服务发展得也非常快。总之，现在服务业是一个新增长点，有很大的空间，可以推动，非常有意义。

这里有一个可以讨论的问题，就是你们未来是不是可以投资教育？最近在教育投资上有所松动。一个是鼓励企业办大学，另一个就是要建立一大批新型的民办大学，不是简单的民办大学，而是要冲击世界一流大学。首先办的就是西湖大学。西湖大学是民办大学，据说浙江省政府给了2000多亩[1]地。我们清华大学的一位副校长现在是西湖高级研究院（西湖大学的前身）的院长。西湖大学先创办研究所招博士，最后再面向社会招本科生。西湖大学的4位院士、2位企业家、1位经济学家给习总书记写信，建议创办这种大学。其实哈佛就是这种大学。这种大学现在已经开始运作，大家也可以参加。再一个就是海外的名牌大学在中国可以办分校。比如以色列工学院在广州已经奠基，斯坦福准备在深圳办分院，纽约大学在上海已经办了分校。教育投资在未来是个大的方向。各种基金都可以投资教育，因为这种服务业的需求非常大。中国是人口大国，这种服务有很大的前景。建议大家关注这些新增长点。

第三，现代制造业。

包括航天器与航空器制造、高铁装备制造、数控机床制造、核电装备制造、特高装备制造、现代船舶与海洋装备制造。在讨论这个增长点时，有位民营企业家对我说，这个增长点好像与我们没有关系。其实很有关系，因为现代制造业的核心是分工协作，民营企业要进入现代制造业的分工协作体系才行。评价企业的关键不是看其生产什么，而是看其生产能力，过去搞传统制造业生产，现在则进入现代制造业的分工协作体系。

中国经济有很大的困难，但是增长点也很多。许多新增长点在未来的作用是巨大的，所以找新增长点仍然是一个很大的课题。2017年仍然会出现许多黑天鹅事件，比如腾讯的市值就因为一个微信便超过了马云。不知道今年是否还会出现一些类似的新生事物，因为一出现就是非

常庞大的市场。鼓励寻找新增长点的政策一直是放开的，对推动这方面的投资有很大的意义。

2017年的新增长点在哪里？最近我跑了7个省市，有许多事我也没想到。许多民营企业都在艰难中寻找自己的出路，所以企业家阶层都值得赞扬。原来的路子走不通，再找新路子，极其顽强地在找新路子。由此可见，中国的新增长点在哪里，实际上是在企业家的群体里，而不是政府。政府没有这种强大的动力，而企业界有很强的发展动力。现在有好多事都是你们想不到的，比如营销外包，把营销外包给别人，自己不管。农业也蛮有意思的，已经不是产品的营销，而是从种植就开始营销。例如确定这50亩地是你们的，按照你们的方法种植，种植出来的东西就是你们的。我估计新增长点发展的空间将会十分巨大，而且中国的市场会非常巨大。

（2017年1月7日，作者在国务院发展研究中心的企业家调查系统的2017年中国经济走势分析的研讨会上的讲话录音整理稿。）

---

[1]1亩约为666.67平方米。——编者注

第六部分　回望改革开放40年4个阶段（1978—2018年）

中国改革开放从1978年的中共十一届三中全会算起，到现在的2018年，已经走过了40年。这40年是如何走过来的？作为一位经济学者，通过对中国改革开放进程的参与和观察，当然会以经济的方法为基点。从经济学角度来看，我认为我国改革开放实际上要经历4个阶段。第一阶段是自1978年的十一届三中全会到1992年年初邓小平同志的南方谈话，这一阶段的改革实际上只是停留在经济体系的表层即经济运行机制的改革上，对经济体系的深层次改革还只停留在理论探讨与争论上，应该属于为改革开放深入进行的打基础阶段；第二阶段是自1992年年初邓小平同志南方谈话到2002年，这一阶段属于大规模经济体系改革阶段，几乎涉及传统经济体系的各个方面，例如产权制度改革、市场经济改革、收入分配体制改革、现代宏观经济体系改革等；第三阶段是2002—2012年，这10年的特征是新旧体制的磨合，新体制形成后还并未完全取得社会的共识，新旧体制还有冲突，出现了一些体制摩擦，甚至还出现了反改革的声音，因而这一阶段非常注重新旧体制的摩擦，注意强调和谐社会与科学发展观，推动包容性增长，加强以民生保障为特征的社会政策的协调，等等；第四阶段是2012年至未来的一个时期，即强起来的时代，这个时期的特点是改革从以经济建设为中心，转向“五位一体”的全方位改革，即政治、经济、文化、社会、生态五大改革，在全面改革的基础上，最终全面建成现代化强国。对于中国改革开放的历史进程的这种划分方法，似乎并不太符合某些说法，但作为一个学者，确实是有这种感悟的。我想，这种感悟不应属于离经叛道之说吧。

经济体系改革初期的打基础阶段（1978—1992年）

这个阶段自1978年十一届三中全会开始，到1992年邓小平同志南方谈话，差不多13年左右的时间。这个时期实际上又分为几个阶段。1978年十一届三中全会到1979年，实际上进行的是政治上的拨乱反正，搞冤假错案平反，并未完全涉及经济体系改革。1980年才正式推动了全国性的农村改革，主要有3个内容：一是由人民公社转向家庭联产承包责任制，二是农民可以从事非农的工商业，出现了乡镇企业，三是农民可以进城经商务工，从而全面启动农村经济体系改革。经过3年左右的农村经济体系改革，农村经济开始冲击城市经济，例如乡镇企业产品进城，农产品进城等，因而1984年10月中央正式通过了关于城市经济体系改革的决定，开始了城乡全面经济体系改革。一开始的改革是平稳的，但是，后来由于出现价格改革所引发的现象，改革在1988年到1991年间进入极其复杂的阶段，1988年的价格闯关及双轨价带来的“倒爷”，使人们因生活负担加重及对腐败不满而对改革产生了怀疑，这一现象使当时出现了防和平演变的呼声，从而使改革进入复杂且艰难的时期。

总之，1978年十一届三中全会到1992年邓小平同志南方谈话这13年中，由于受传统社会主义思想的影响及各种原因，经济体系改革实际上并没有触及原有传统经济体系本身，而只是对原有经济体系的表层进行改革，也就是只停留在经济运行机制的改革上。这方面有几件事值得一提。

公有制原则不能动

可以开始出现个体经济，个人可以投资一些小流通与小生产，也就是从事个体经济。当时中国经济有两个压力：一个是当时知青上山下乡运动刚刚终止，几千万知青返城，国家根本无法靠国有企业及集体所有制企业安排这些知青，于是就只好同意这些知青自己创业，搞些个体经

济，但不能搞私营经济；另一个是农村承包责任制实行之后，农村不需要那么多的劳动力，一些劳动者自己搞起了非农业的工商活动，我们只承认这种工商活动，同意搞一些个体经济，但不能搞私营经济。如何区分个体经济与私营经济？一个重要的规定是确定雇工数量，工商登记中明确规定雇工只能雇7个人，7个人以上就是私营经济了，是不允许的。当时我很吃惊，为什么只能是7个人，不能是7个人以上，有人告诉我说，这是马克思讲的，雇7个人是小业主，雇7个人以上是资本家，后者具有剥削性质。这些都反映了当时人们的思想还未完全解放。

计划经济原则不能动

此外，可以讨论如何搞好指令性计划与指导性计划，像价格形成机制这样的表层问题也可以讨论。大家知道，价格实际上只是资源配置方式的表层问题。当时在不讨论改变资源配置方式的基础上，讨论是完善计划定价，还是搞市场定价，还是搞“双轨价”。即一部分产品是计划定价，一部分产品是市场定价，甚至一种产品“两个价”，有的是市场定价，有的是计划定价。其结果是“双轨价”，出现了所谓的“倒爷”，引发了严重的腐败，有人以权力获得了计划的低价，转手以市场高价卖出，最终导致人们强烈不满，以至于引发了严重的社会问题。

按劳分配原则不能动

分配问题只能讨论如何更好地实现按劳分配原则，不承认按生产要素贡献分配原则。改革之初实际上已经出现了体制内与体制外分配原则的差异，体制内实际上是一种行政性的忽视真实贡献的分配评价指标体系，体制外则是完全市场化的按贡献与效率为原则的分配评价指标体系，因而出现了所谓的“脑体倒挂”，“搞导弹不如卖茶叶蛋”的收益差距，但我们并不承认市场化的分配原则，而是强调既要效率，又要公平，提出提高收入要兼顾“左邻右舍”，因而只是在按劳分配上打转转，并没有触及收入分配体制的根本原则，一直否定按要素贡献分配的原则。

国家直接控制经济运行的原则不能动

不能提宏观经济之类的名词，而是讲国民经济计划管理，重点讨论如何做到放权有度，调控有序。诸如货币政策、财政政策、产业政策之类的现代宏观经济名词，往往被信贷计划、国家投资计划等行政性指标所替代。因此，当时的改革并未触及现在进行的宏观调控体制改革。

政府管理企业的原则不能动

只是因为受农村家庭联产承包责任制的影响，搞了所谓的企业承包经营责任制，但并未触及企业产权制度、企业财务制度、企业劳动人事制度等，甚至连劳动力市场这样的概念都不能提，更谈不到企业破产、员工失业、资产重组并购这样的现代企业制度概念，只是对企业管理做了些不痛不痒的“修正”。

总之，在1978年十一届三中全会到1992年邓小平南方谈话的这近13年中，因为各种原因，我们并未深入触及传统经济体系，而只是对经济运行机制进行了一些改革。但是，这13年改革开放的成就，极大地鼓舞了人们对改革的热情与参与，尤其是对一些问题的深入讨论，为全面深化改革打下了良好的理论与政策基础。

讨论20世纪80年代中国改革的历史进程，有一个问题不能不专门强调，这就是：虽然因为各种原因，当时的改革举措还并未触及传统体制的深层次问题，还属于经济运行机制层面的改革，但是学术界的内部讨论却极为活跃，出现过多次在全国引发重要影响的研讨会，可以说80年代是经济学学术讨论极为繁荣的年代，而且在讨论中触及了传统经济体制的深层次问题。值得称道的有这样几点：第一，有不少学者从中国社会主义初级阶段的国情出发，分析了非公有制经济的巨大作用，提出非公有制经济应该成为中国经济的重要组成部分，要大力发展非公有制经济，尤其是有的学者提出股份制是公有制经济的新的实现形式，应该用股份制改革中国的公有制经济，形成以股份制为特征的中国的所有制形式。第二，不少学者从资源配置方式的角度，提出计划经济与市场经济是资源配置的不同方式，并不具有社会性质的特征，资本主义可以搞市场经济，社会主义也可以搞市场经济，现阶段中国最佳的资源配置方式是市场经济，因而提出应该用市场经济改革中国的计划经济体制。第三，不少学者从财富创造的角度提出创造财富的生产要素包括劳动、资本、技术、管理、资源等，应该按照它们各自的贡献分配社会财富，在

微观层次注重效率，在宏观层次注重公平，实行以效率优先而兼顾公平的收入分配体制，如果考虑收入差距过大的问题，还可以推进以公益为特征的第三次分配过程，以实现社会和谐。第四，不少学者认为政府不能直接控制社会经济活动，应该放开个人、企业、市场的活力与积极性，政府管理经济应该从直接对企业与个人的管理，走向以市场为中心的间接宏观管理，政府的主要职责是制定与实施宏观经济政策，保证经济的稳定。第五，不少学者认为当时所搞的企业内部承包制改革、放权让利改革等改革举措，都是临时性举措，并不能解决企业的根本性问题，应该推动企业产权制改革，对国有企业要解决行政干预的问题，对民营企业要注意家族血缘关系的影响，形成现代企业制度。第六，因为在1984年中央正式提出我国要实行有计划的商品经济，因而不少学者从商品经济的属性上，对中国经济的生产、流通、交换、消费、价格等问题做了深入探讨，以商品经济的属性来分析中国经济体制改革，实际上触及市场经济的不少问题，为后来推进市场经济改革打下了良好基础。总之，80年代是中国改革进程中学术思想非常活跃的时代，为后来的中国改革实践打下了良好的学术基础。

从20世纪80年代经济体制改革中的学术思潮来看，大致上有4次值得一提。第一次是在改革初期的几年，主要是批判“文革”中的各种极“左”的经济学思潮，例如批判以消灭资产阶级法权为特征的所谓的收入分配理论，强调恢复按劳分配原则；例如批判以“一大二公”为特征的不断搞所有制升级的极“左”思潮，强调所谓的“三级所有”，等等。第二次是80年代初期，日本的有关经济思想传入中国，以企业管理方面的理论为主。第三次是在80年代中期，当时东欧的一些有关改革的经济学理论传入中国，例如科尔奈的“短缺理论”等，因为东欧的一些社会主义国家是早于中国而开始改革传统社会主义经济体制的，而且当时这些东欧国家的经济水平也高于中国，因而成为中国经济学界非常关注的经济学思潮，甚至提出以这些思想改革中国传统经济体制。第四次是80年代后期，这时因为中国开放的深入，西方经济学开始大量进入中国经济学界，不少西方经济学著作在中国大量出版发行，也有大量西方学者到中国讲述有关经济思想，诸如宏观经济学、微观经济学、计量经济学等课程也在中国的大学开始设置。当然，在上述学术思潮中，中国学者仍然是以中国的国情为基础来思考中国问题，并没有全盘照搬，而是更多地从中国的实践出发，创造性地提出了有中国特色的经济学理论。

大规模经济体制改革时期的任务和历史使命（1992—2002年）

大规模经济体系改革时期，实际上就是我们不断冲破传统社会主义经济理论，大规模变革传统社会主义经济体系的过程。这个过程可以概括为：以有中国特色的社会主义经济体系，取代传统社会主义经济体系。我们发现这个过程有一个非常有意思的现象，就是我们的改革实际上是在不断地将传统社会主义经济理论所批判的理论和体制，引入中国特色社会主义经济理论体系中，引入我国的中国特色社会主义经济体制中，并用它们改革我们的传统经济体制。例如，传统社会主义经济理论将非公有制经济与社会主义经济对立起来，认为只有公有制才是社会主义的本质要求，尤其是只将公有制作为社会主义经济的本质特征和基础，而我们在改革中则抛弃了这套理论和体制，将非公有制经济引入社会主义经济之中，而且推动其大力发展，并用非公有制经济改革国有经济，使国有经济走向非国有化和股份化，实现公司化股份制改革。又例如，传统社会主义经济理论将市场经济与社会主义经济对立起来，认为市场经济就是资本主义经济，只有计划经济才是社会主义经济，因而到处“割市场经济的尾巴”，而我们在改革中则抛弃了这套理论和体制，大力发展市场经济，将市场经济作为资源配置的基础性机制，建立起现代化市场经济体系。总之，新体制大规模建立的过程，就是不断冲破传统社会主义经济理论束缚的过程和中国特色社会主义经济理论体系建立的过程，就是传统社会主义经济体系被变革的过程和中国特色社会主义经济体系建立的过程。

在新体制的大规模建立过程中，我们几乎涉及经济体系的各个方面和各个环节，如果有兴趣的话，大家可以将我国现在的经济体系与1978年以前的经济体系做一个历史比照，我们就会发现我国的经济体系已经发生了翻天覆地的根本性变化，在现在的经济体系中已很难看到原有的传统经济体系的影子。不过，虽然我国的经济体系改革涉及经济体系的方方面面和各个环节，但在这场变革中，有4个方面的变革，起着基础性和框架性的作用，正是因为它们的变革，才引起了经济体系的各个方面和各个环节的变革，而且也正是因为这4个方面的变革，才使得新体

制的基本框架最终得以确立。这4个方面的变革是：现代产权制度改革，现代市场经济体系改革，现代收入分配体制改革，现代宏观经济体系改革。因此，我们对于新体制大规模建立时期的分析，最主要的是要对这4个方面的改革进行分析。

现代产权制度改革

现代产权制度改革是我国经济体系改革的一项基础性改革。现代产权制度改革的主要内容包括两个方面：第一，改革原有的公有制经济，包括国有经济和集体所有制经济，但因为中国的集体所有制经济主要在农村，城市中的集体所有制经济是少数，而农村集体经济又是改革开放后最早推行联产承包责任制改革的经济成分，因而对原有公有制经济的改革，后来就主要表现为对国有经济的改革，国有经济改革成了对原有公有制经济进行改革的焦点；第二，大力发展非公有制经济，造就出一种新的经济成分，并通过发展这种新的经济成分而使中国的产权制度转变成为混合经济体系。

首先讨论国有经济改革的问题。在30年的改革实践中，国有经济改革问题，一直是中国学术界争论最多的问题。在一些同志看来，国有经济是社会主义经济的基石，是绝对不能改革的，似乎改革国有经济，就是改变了社会主义经济的性质。但是国有经济严重缺乏活力和亏损巨大的事实，是谁也无法否定的，因而实践对国有经济发起了强有力的变革挑战，最终使得我们不得不改革原有的国有经济。改革过程中曾出现过不少改革的思路和方法，但最后基本上集中在这样的改革思路上：凡是不属于国家经济安全和国民经济命脉的国有经济，都要变革为非国有经济，实行非国有化；凡是属于国家安全和国民经济命脉的国有经济，我们也不再实行国有独资的方式，而是要发挥混合经济的作用，即走向股份化，充其量是国家控股的问题，而且控股不一定都采取绝对控制方式（即占51%以上的股份），而是要大量采取相对控股的方式（例如只控股20%~30%）。因此，自中共十五大以后，非国有化和股份化，就成了国有经济改革的基本方向，而且取得了巨大成就。但是，在2004年年初，有人以国有经济改革中的某些操作漏洞和权钱交易对改革产生的损害为切入点，大讲国有经济改革就是“国有资产流失”，提出了所谓的“国有资产流失论”。因为这种提法最易引发民怨，因而国有经济改革实际上在一段时间内被中断。但是人们很快发现，所谓流失论，实际上并不是

表明改革改错了，而是权钱交易对改革产生了巨大的损害，这正说明了改革的重要性和迫切性，因而国有经济改革在停滞了一段时间后，又重新开始启动，并且不断获得巨大成功，例如国有银行的股份化等重大改革不断得以推进。但是最近随着一些具有雄厚垄断地位的央企的垄断利润的上升，又有人开始大讲国有经济是可以搞好的，不一定要搞非国有化和股份化的改革，甚至提出央企要在各个产业领域占据前三名的地位，进而强调国有经济的所谓控制力。由此可见，国有经济的改革还需要不断推进，尤其是要不断冲破传统社会主义经济理论的束缚。

在推动国有经济改革的同时，我们大力推动非公有制经济的发展。可以说，大力发展非公有制经济，是我国现代产权制度改革的一项根本性战略举措。正是因为大力发展非公有制经济，才使得我国彻底摆脱了短缺经济的格局，非公有制经济在经济增长、就业、税收、技术创新等方面的巨大贡献，已成为举世瞩目的事实。尤其是非公有制经济引发了我国传统产权制度的变革，形成了充满活力的混合经济体系。但是我们对于发展非公有制经济，并不是一种理论上的自觉行为，而是在实践的推动中才不断地从不自觉走向自觉的。大家知道，我们是在1978年的经济困境中才允许非公有制经济存在的，而且当时并没有对非公有制经济做出应有的评价，而只是将它定义为“社会主义经济的必要补充”，因而非公有制经济一开始是被限制于小生产和流通之中的。但是非公有制经济具有强大的生命力，只要你允许它存在，它就会到处发芽、开花和结果，而不会只限于被人为限制的狭小范围内，因而到了1997年中共十五大的时候，它已不再是“必要补充”，而是占据了“半壁江山”，因而我们开始承认它是“社会主义市场经济的重要组成部分”，尤其是中共十六大和十七大，我们开始承认它与公有制经济具有同等的“国民待遇”，并强调非公有制经济要在法律上和竞争上同公有制经济具有平等地位，即人们所讲的“两个平等”。由此可见，非公有制经济的发展过程，也是我们在理论上不断创新的过程。

上述以国有经济改革和大力发展非公有制经济为特征的现代产权制度改革，引发了整个社会主义经济体系的变革和社会体制的变革。例如，资本这种生产要素不仅同其他生产要素一起创造了财富，而且也按贡献一起参与了财富的分配，最终形成了按要素贡献分配收入的分配体制。又例如，随着对产权的认可和保护，我们在人权体系上不仅尊重人们作为自然人所拥有的所有权利，而且也尊重人们作为财富拥有者所拥有的财产权，从而形成了以尊重人权、尊重财产、尊重契约为特征的法

治社会。再例如，在现代产权制度的基础上，我们开始形成混合经济体系，这种混合经济体系不仅使得整个国民经济充满活力，而且也为社会和谐的形成创造了良好的体制基础。总之，现代产权制度改革是我国经济体系改革中最为重要的基础性改革，是新体制形成的深厚基础和出发点。

现代市场经济体系改革

市场经济问题在中共十一届三中全会后我们就开始触及了，但那个时候人们往往并不直接提市场经济，而是强调市场机制和市场调节，因为那个时候我们还将市场经济划作资本主义范畴来批判，不允许公开讲我们要搞市场经济。自1978年的十一届三中全会开始至1992年邓小平同志南方谈话之前，人们似乎从实践中已经感知我们必须要搞市场经济，但又因为受传统社会主义经济理论的束缚，不能在全党意识上突破市场经济这个理论禁区，因而曾经在党的决议上有过3个不承认市场经济，但又试图发挥市场机制和市场调节的作用的提法，一个是1978年提出的“以计划经济为主，市场调节为辅”；一个是1984年提出的“计划经济与市场调节相结合”；一个是1987年提出的“国家调节市场，市场引导企业”，其中后一个提法因为有主张市场经济之嫌，所以在1989年批评市场化改革方向的时候，这个提法就又被放弃了，又回到了“计划经济与市场调节相结合”这个提法上。由此可见，市场经济这个理论禁区在当时是不允许染指的。

因此，在这段时间，当时主张中国要搞市场经济的同志的理论表现分为两种情况：一种是公开主张搞市场经济，不过，他们的观点一般很难在主流媒体上发表。另一种是变相地主张中国要搞市场经济，他们将市场调节和市场机制当作与市场经济相统一的范畴来使用，将计划经济当作与宏观调控相统一的范畴来使用，强调市场调节和市场机制的基础性调节作用，把计划经济的作用限定于宏观调控的范畴之中。我曾详细地拜读过这些同志的论著及文章，他们所讲的市场调节和市场机制，和我们现在搞的市场经济在内容上并无任何区别，只不过是叫法不同而已；他们所讲的计划经济和现在人们所讲的宏观调控在内容上没有太大差别，只不过是表达方式上有些差异而已。因此，在当时的条件下，许多主张中国要搞市场经济的同志，只是因为中央还未正式承认中国要搞市场经济，所以不得不用变相的方式将中国改革向市场经济的方向上推

动，这也是中国经济学界的特有现象。

直到1992年邓小平同志南方谈话之后，我们才正式承认了市场经济，在中共十四大上提出要建立市场经济体系。自1978年党的十一届三中全会开始到现在的30年中，我们就市场经济实际上主要讨论了4个问题。第一，中国到底要不要搞市场经济？争论的结果是中国必须要搞市场经济。第二，中国应该搞什么样的市场经济？我们曾经提出过现代市场经济、社会主义市场经济、社会主义条件下的市场经济等提法，但最终的正式提法是搞社会主义市场经济，其最基本的属性是现代市场经济。第三，中国如何搞市场经济？对于这个问题，中共中央曾经发过两个关于发展和完善市场经济的文件，一个是中共十四届三中全会关于建立市场经济体系的决定，一个是中共十六届三中全会关于完善市场经济体系的决定，这两个决定提出中国搞市场经济必须遵守市场经济原则，建立包括市场体系、市场机制、市场秩序在内的完善的市场制度，并根据市场经济要求改革经济体系的各个方面，形成完善的市场经济体系，包括形成适应市场经济要求的收入分配体制、农业经济体系、区域经济体系、宏观经济体系等。第四，搞市场经济会出现什么问题？实践中人们认识到，搞市场经济最容易出现的问题是腐败和行政性垄断问题，我们要防止和消除在从计划经济向市场经济转轨的过程中，出现各种权力寻租的问题，要把反腐败和消除行政性垄断作为重要问题来抓。市场经济本身并不会引发腐败和行政性垄断，腐败和行政性垄断恰恰是市场经济的对立物，但在从计划经济向市场经济转轨的过程中，确实某些体制漏洞会引发腐败和行政性垄断，因而要大力反腐败和反行政性垄断。

市场经济改革现在虽然在我国取得了巨大的成就，那种以姓社姓资的观点来批评市场经济的观点已经基本上没有了市场，但是仍然有人对市场经济存有偏见和疑虑，例如2004年就有同志公开发表文章说市场经济搞多了，计划经济搞少了。这种观点虽然已经没有了意识形态方面的色彩，不再将市场经济作为资本主义范畴来批判，但往往以关注民生的面貌出现，例如认为市场经济带来了收入差距过大，引发了下岗失业，降低了一些人的生活水平等，因而这种观点是有社会基础和容易引起民怨的。因为现在还有不少人经常把破产和失业同市场经济联系在一起，将收入差距同市场经济联系在一起，似乎市场经济给人们带来的不仅仅有效率和财富的快速增长，还有痛苦和麻烦。实际上，这种观点是不对的。因为，市场经济作用的结果确实会引发企业破产和个人失业，但这并不是市场经济的错，而是某些企业和个人的经营行为及能力已经不能

适应经济发展的需要了，需要“退场”了，市场经济只是作为裁判将他们罚下场而已，因此，错在被“罚下场”的人和企业自身，而并不在于市场经济。市场经济在这里只是作为一个评价和处罚的指标体系而存在，我们不能把破产和失业的账都算在市场经济头上。尤其是我们应该看到，市场经济在将有些企业和个人罚下场的同时，也强调对被罚者要有各种各样的保障，例如要有各种保险和再保险，因而市场经济本身也是社会稳定器，因为它在使一些人失业和破产的同时，也在千方百计地消除因破产和失业所带来的各种社会问题。由此可见，市场经济改革的方向绝不能动摇。

现代收入分配体制改革

收入分配体制是由产权制度和资源配置方式决定的，因而我国经济体系改革中的现代产权制度改革和现代市场经济体系改革，也就必然引发现代收入分配体制的改革，可以说，现代收入分配体制改革是我国经济体系改革的重要内容。当然，同现代产权制度改革和现代市场经济体系改革一样，现代收入分配体制改革也经历了一个缓慢变革的过程。

在改革开放刚刚开始的几年中，我们对于收入分配体制改革的讨论，基本上集中在两个方面，一是清理“极左”思潮在收入分配体制上的影响，例如10年“文革”中“四人帮”鼓吹按劳分配也反映着资产阶级法权，要破除资产阶级法权，连按劳分配原则都要否定，所以在刚刚改革开放的时候，人们讨论收入分配体制的改革，实际上就还只是强调要恢复和坚持按劳分配的原则而已；二是批评传统收入分配体制是一种平均主义的“大锅饭”体制，认为形成这种大锅饭体制的主要原因，是因为没有真正贯彻按劳分配原则，没有反映人们在劳动上的效率差异，因而改革开放刚刚开始后，人们在讨论收入分配体制改革时，还只是认为收入分配体制改革的关键，是在于真正贯彻和完善按劳分配原则。由此可见，在改革开放刚刚开始的最初几年中，我们实际上还没有真正进入现代收入分配体制的改革中，基本上还停留在完善传统收入分配体制的基本原则的问题上，像按要素贡献分配这样的原则，尤其是像按资本贡献分配这样的原则，当时实际上根本没有涉及，因为那时人们还认为按资分配是资本主义经济原则，只有按劳分配才是社会主义经济原则，因而当时人们认为收入分配体制改革的基本方向，是应该更好地贯彻按劳分配原则，按照每个人的劳动贡献分配财富。

不过，由于我们在改革开放一开始就推行农村的家庭联产承包经营责任制，等于承认和允许了非公有制经济在一定范围内的发展，注重了市场机制在一定程度上的作用的发挥，所以现代收入分配体制的某些原则和机制，在当时也就随之发挥作用了，例如，市场机制开始发挥按效率分配的作用，按资本贡献分配收入的原则也开始起作用，那些拥有财产的人也开始获得了资本性收入。正是因为现代收入分配体制的某些原则和机制开始起作用，所以很快就打破了原有的收入分配上的平均主义格局，使社会上出现了收入分配差距开始拉大的趋向。但是，由于当时现代收入分配体制的某些原则和机制还仅仅是在体制外起作用，而体制内（包括政府与事业单位、国有经济和集体经济、高等院校和科研机构等）当时基本上实行的还是传统的行政性收入分配体制原则，所以当时的收入差距主要表现为体制内与体制外的收入差距，出现了“搞导弹的不如卖茶叶蛋的”这类所谓的“脑体倒挂”现象，也出现了“国有收入不如集体收入多，集体收入不如个体收入多”的这类体制差异现象。正是由于这种收入差距的吸引，所以当时出现了大量的从体制内“跳入”体制外的“下海”现实。

对于上述收入差距拉大的现实，在20世纪80年代后期和90年代初期，学术界产生了一场争论，主要有两种观点：一种观点认为，这种收入差距形成的主要原因，是因为经济生活中存在着“双轨”制，有两种不同的收入分配原则在起作用，一种是传统收入分配体制中的行政性收入分配原则，体制内的收入分配主要是这种原则在起作用，另一种是新体制的市场化收入分配原则，体制外的收入分配主要是这种原则在起作用，因而我们解决问题的关键，是要实行体制“并轨”，实行统一的新体制的市场化收入分配原则；另一种观点则认为，市场化收入分配原则属于资本主义经济范畴，例如按资本贡献分配收入这类收入分配原则，就是资本主义收入分配制度的主要原则，因而我们绝不能实行“并轨”性改革，我们解决问题的重点，在于限制甚至取消市场化收入分配原则，真正实行按劳分配的体制。由此可见，对于建立现代收入分配体制的问题，当时人们并没有取得统一认识。

一直到了邓小平同志南方谈话之后，尤其是中共十四大之后，我们才真正开始进入现代收入分配体制的改革中，逐渐提出了下述重大改革决策：我们要按照要素的贡献分配收入，既要按劳动贡献分配收入，也要按资本贡献分配收入，实现按劳分配与按资分配的有效结合；我们既要在收入分配中强调效率，同时也要强调公平，实现效率与公平的有效

结合；现代收入分配体制体现于整个国民经济运行的全过程，因而它既包括初次分配过程和再分配过程，也包括第三次收入分配过程，是三次分配过程的有效结合。

按照上述原则，我国在中共十四大之后，逐步形成了现代收入分配体制的基本框架：初次收入分配过程表现为市场对企业的分配，企业对各种生产要素的分配，其分配基点是按贡献分配，包括市场按企业贡献给企业分配，也包括企业按要素贡献给要素分配，因而这里实行的是效率原则，谁的效率高，谁的收入就高，公平在这里表现为按效率分配，越坚持按效率分配的原则，就越能体现公平精神；但是初次分配的收入还属于不可支配收入，其分配结果还要经过再分配过程的调节，调节的重点是解决收入差距过大的问题，调节的机制包括累进的所得税制度、转移支付制度和社会保障制度，前者是将过高收入调节下来，并通过转移支付制度而使低收入者的收入能达到应有的水平，而且使低收入者享有各种应有的社会保障，再分配过程因而贯彻了公平原则，即防止收入差距过大的原则，因为收入差距过大，会使人们有不公平感，但是这里讲的公平与初次分配过程中的公平有所不同；不过，再分配过程完成之后，并没有标志着收入分配过程的终结，再分配过程还要经历第三次收入分配过程的调节，也就是有些高收入者还会根据自身的价值取向，以道义性的慈善事业方式，向社会进行各种捐赠，这种道义性的收入分配过程，虽然没有强制性，但随着社会经济的发展，也会成为收入分配过程的重要环节，它有效促进了和谐社会的形成和国民经济的可持续发展。

由上述分析可见，现代收入分配体制充分体现了效率原则与公平原则的有效结合，是国民经济高效快速发展和建立和谐社会的基础，对经济发展和社会进步都具有必不可少的重大作用，因而我们应该坚定不移地发展和完善它。但是，近期有人以收入差距过大的问题为由，开始指责甚至试图否认现代收入分配体制，认为这套体制虽然带来了效率，但也损害了公平，硬是把损害公平的帽子戴在了效率的头上。这是不对的。引发我国收入差距过大的重要因素是权钱交易性腐败和各种行政性垄断，因而我们现在的问题不是要否定现代收入分配体制，而是要深化改革，消除腐败和各种行政性垄断。当然，收入差距过大确实也与现代收入分配体制有某种关联，例如在按要素贡献分配收入的条件下，那些资本拥有量太少甚至没有资本的人，其资本性收入就会显得太少甚至没有资本性收入，所以他们的收入就低，与拥有大量资本收入的人相比，

就会显得收入差距过大，但是我们并不能因此就否定按要素贡献分配原则，因为这并不是由实行按要素贡献分配的原则引发的，而是由于有些人的资本数量太少甚至没有资本而引发的，所以我们的选择只能是深化改革，有效增加人们的财产，使人们都能拥有应有量的财产，提高人们的财产性收入在自身收入中的比例，从而缩小收入差距。总之，我们必须要坚持现代收入分配体制的改革方向。

现代宏观经济体系改革

现代宏观经济体系改革，是我国经济体系改革的四项基础性改革之一。宏观经济体系改革的重点，在于重新塑造政府与企业的关系，减少政府对企业的行政干预，充分放活企业，让企业成为市场主体，而不再是被政府直接进行行政干预的“生产车间”。因为，在现代产权制度和市场经济体系下，企业作为独立的法人主体，有权根据自身的利益要求和价值取向，在市场经济中选择自身的经营方向和经营规模，接受市场经济的调节，实现自身利益和社会利益的最佳组合。由此可见，在现代产权制度和市场经济体系下，国家宏观调控既不可能再直接控制企业，也不可能再直接控制市场价格机制，而只能调控宏观经济变量，通过宏观经济变量的变化来影响市场价格机制，并通过市场价格机制再影响企业，从而使得国民经济高效而有序地运行。

在现代宏观经济体系下，国家调控宏观经济的重点在于调控首要的宏观经济变量，即总供给与总需求的相互关系，既要防止出现总需求膨胀，也要防止出现总需求不足，最终要实现总量平衡。因为影响总供给与总需求的相互关系的因素，主要有3个。一个是货币因素，一个是财政因素，一个是国际收支因素，因而国家调控总供给与总需求的相互关系的举措，主要是三大宏观经济政策，即：调控货币因素的货币政策，调控财政因素的财政政策，调控国际收支因素的国际政策（包括国际贸易政策和外资外汇政策）。这三大宏观经济政策是相互联动和相互影响的。例如，从1998年起，我们为了调控当时的总需求不足，在国际政策上实行了旨在扩大出口的出口退税政策，在外资政策上实行旨在吸引外资的对外资更加优惠的外资优惠政策，从而通过扩大出口缓解了总需求不足的压力，并且最后解决了总需求不足的问题，但是这种政策调整也使中国经济产生了过度依赖出口的倾向，形成了以出口、投资、消费为序的拉动经济的增长模式，结果导致国际收支严重失衡，国际收支失衡

又引发了货币发行上的“外汇占款”过大，最终引发了流动性过剩，总需求过速上涨，严重供不应求，价格全面上涨，也就形成了需求拉动型价格上涨，因而我们现在必须要调整国际政策，减少顺差和外资的过度流入，解决国际收支失衡问题，从而减少人民币发行的“外汇占款”的过大压力，解决流动性过剩问题，并进而稳定价格体系。由此可见，现代宏观经济体系需要三大宏观经济政策的有效配合。

现代宏观经济体系的建立，需要全面改革政府管理经济体制和财政金融体制。改革政府管理经济体制的重点，在于使政府彻底退出资源配置的活动，资源配置的基础性机制是市场而不是政府，从而使政府从生产经营性主体转变为社会经济活动的公共管理者，重点在于服务，成为服务性政府。金融体制改革的重点，在于实行货币政策制定主体、金融企业、金融监管这三者彻底分开的三分开金融体制，强化央行在货币政策上的独立性，并使包括银行及券商在内的所有商业性金融机构彻底企业化，建立现代企业制度，而金融监管机构的职责在于对金融性企业的经营活动实行有效的监管。财政体制改革的重点，在于从经营性财政，转向公共性财政，财政的重点不在于创办和扶持国有企业，而在于对公共产品的投资和维系。正是基于这样的认识，我们在改革开放的30年以来，不断推动政府体制、金融体制、财政体制的改革，初步形成了现代宏观经济体系的基本框架。

在现代宏观经济体系下，国家对于总供给与总需求的相互关系的调控，虽然也涉及对总供给的调控，但最主要的还是通过对总需求的调控而调控总需求与总供给的相互关系，因而有时人们将这种调控称为需求管理。但是自2003年以来，这种需求管理似乎还不足以保证总供给与总需求的相互关系的协调，尤其是有时需求管理似乎还难以有效实现对国民经济的快速调控，因而有人据此认为，仅有这种需求管理还是不够的，我们还应该注重供给管理。这些同志敏锐地发现问题是对的，但是出现问题并不是因为仅有需求管理，而是因为我国的经济体制改革还没有全部完成，体制上仍然存在不完善的地方，正是这种体制的不完善使得需求管理难以到位，达不到应有的调控效果。例如，我国近几年导致需求管理效果不佳的重要原因是土地问题，拥有土地的农民实际上并不是土地所有者，土地的最终所有者实际上是政府。又例如，我国目前的收入分配体制导致居民收入在国民收入分配中的比例太低，在初次分配中的比例太低，尤其是居民收入中的财产性收入比例太低，所以使得居民消费需求不足，居民消费需求不足又导致大量企业将出口作为重要的

市场战略，从而使得出口顺差太大，人民币发行的“外汇占款”太大，流动性过剩，价格全面上涨，但这并不是需求管理的效力不够，而是由于体制的不完善导致的。因此，我们在宏观经济体系上要调整的并不是要加强供给管理的问题，而是要深化改革，即供给侧结构性改革，需求管理与供给侧结构性改革并不矛盾，是相辅相成的。优化供给是市场经济的功能，只要体制完善，市场经济是能发挥好此功能的。如果不深化改革而只强调加强供给管理，势必会影响到市场经济主体的权益，从而会有损于市场经济。供给学派强调优化供给，但它是认为优化供给是市场经济的功能，而不是政府的功能，因而供给学派属于制度学派，即强调制度的创新和技术的创新，而不是强调政府的“英明”。总之，我们应该坚持现代宏观经济体系的改革方向，不能动摇。

以“抓大放小”为特征的国企改革

企业改革一开始因为受农村承包责任制的影响，基本上采取了承包责任制的方式。这种承包责任制虽然一开始对提高企业经营效益有了较大的促进作用，但是很快便暴露出其缺陷。第一，工商企业经营活动不像农业生产经营活动那样简单，仅仅是依靠土地，而是更多地依赖于设备及技术，在设备折旧及技术贡献方面，当然也不像确定土地贡献那样简单，而是很复杂的。这就决定了，承包者与企业所有者必然存在实在难以很好处理的各种纠纷，承包活动实际上难以正常有效地维系。第二，工商企业承包者往往只考虑承包期自身的收益，不太会考虑企业的长远发展利益，因而在设备投资及技术创新上一般不会有长期战略，这就导致依赖于设备更新及技术创新的工商企业很难长期高效发展，甚至出现设备过快折旧及技术被盲目淘汰的情况，也就是企业短期利益与长期利益是冲突的。第三，承包者因为并没有企业的股权及控股权，因而受股权及控股权所制约的企业技术创新及设备更新，实际上很难进行，这就导致企业缺乏持续性，没有长期的发展后劲，承包期一到，企业就可能成为一堆废铜烂铁。第四，承包者没有所有权，因而对企业的深层改革实际上很难推进，诸如涉及企业产权制度及公司治理等方面的改革就难以进行，劳动人事制度及收入分配等问题当然也难以进行真正的改革，而这些改革恰恰是国有企业所需要的。第五，承包制不涉及企业产权制度变革及企业公司治理改革，当然不可能解决国有企业深层次的问题，只能进行表层的一些调整，这种调整往往会因为承包者在利益上的

较高收益，而引起相关利益者的不满，也就是所说的“红眼病”，因而最终会因为各种原因及方式而终止承包，使承包制无法深入持续推进。

总之，因为各种原因，以承包制为特征的国有企业改革最终消失了。到了90年代中期，国有企业改革逐渐形成了以“抓大放小”为特征的改革，包括“放小”与“抓大”两个部分。

第一，“放小”。

所谓“放小”，就是使大量中小国有企业在改革中走向了非国有化方向。当时我国的国有企业户数达几百万之多，有中央政府创办的，也有省、市、县、乡镇政府及相关行政事业单位创办的，但绝大部分是中小企业。这些中小国有企业当时有5个特征：一是亏损严重，二是负债率高，三是技术设备落后，四是人浮于事，五是效率极为低下。根据这种情况，我国对中小企业实行了非国有的改革举措。主要推动了两种非国有化方式：一是资产重组，即由民营企业以资产重组方式将一些中小国有企业转变为民营企业；二是股份化，即由企业经营者或者全部员工以股份制方式将一些中小国有企业改革为非国有的股份制企业。

在推动中小企业的非国有化过程中，主要处理了3件事：一是以资产收益的定价方式将国有资产全部出售；二是除了有偿债能力的企业承担应有债务外，以资产冲销债务的方式处理了那些债务过高的企业的债务，有些债务过高的企业甚至是“零资产收购”；三是以买断工龄的方式将国有企业职工身份转变为市场化身份，打破了国有企业的“铁饭碗”人事制度。

在“放小”的改革中，虽然也出现了一些反对的声音，例如质疑国有资产流失，甚至出现了一些社会动荡，但总体推进很顺利。这种“放小”的改革实际上为民营经济的发展带来了巨大的社会基础及发展空间，所以当时出现了人们称之为民进国退的重要社会现象。对于“放小”的改革，虽然现在仍然有些人有质疑，但总体应该是成功的，对国有企业改革有重要战略意义。

第二“抓大”。

所谓“抓大”，就是对大型国有企业不搞简单的非国有化改革，而是搞“系统性”改革，其中主要包括以下几点。

一是调整领导体制。相继组建了国家国有资产管理局、国家经济贸易委员会来管理国有企业，最后是组建了国资委管理企业，将原来管理国有企业的政府机构全部取消，原来我们管理国有企业实行产业部方式，基本上一个产业一个部，例如纺织有纺织工业部、化工有化工部、煤炭有煤炭部、冶金有冶金部，等等。这次“抓大”的改革对政府体制改革起到了不可估量的作用。

二是推动公司化改革，将工厂制全部转向公司制，而且推动一些国有企业改为股份制，并使一些国有企业上市。公司制改革当然涉及企业产权制度及公司治理等方面的改革，已经涉及企业的深层次改革。尤其是后来提出混合经济体制改革，为国有企业改革开启了更为深层次的改革。

三是剥离社会，使国有企业真正成为企业。企业办社会是国有大企业的重要特征，例如不少企业有工人子弟学校，有职工医院，甚至有自己的公安系统，完全是一个封闭的“小社会”。这样既导致企业效益低下，而且所办的“社会”也效益低下。因此，在改革中逐渐剥离了这些“社会”，完成了向真正的企业的转化。

四是改革用工制度，使国有企业职工身份发生根本转变。国有企业职工原有的身份特征是“铁饭碗”，干好干坏一个样，一旦成为国有企业职工，国家就必须“全保”，医疗、养老、子女教育及就业，企业都必须承担。这种劳动人事制度与市场经济完全对立。因此，在改革中逐渐改变国有企业职工的身份，使他们从国有化身份转向市场化身份，企业可以自由选择职工，职工也可以自由选择企业。这个改革过程中曾经出现过买断工龄的做法，而且一年工龄给一个月工资，这种做法对于在国有企业就业不长的人来说是可以的，但对就业较长的人是不公平的，我们应该为他们建立相应的社会保障制度。这种做法后来导致一些职工因不满而上访，并引起了一些社会动荡，后来国务院根据实际情况提出，凡是在上述改革中所涉及的职工，只要在退休前补缴够15年的退休保障金就可以享有退休保障。

五是降低国有企业负债率。在国有企业改革中，我们曾经实行过一个拨改贷的做法，即国有企业资金来源不再依靠国家财政拨款，而是改由向银行贷款，据说是为了增加国有企业的责任，因为借钱是要还的，而财政拨款则可以不还。这种做法实际上是有问题的，因为既然国家创办了企业，就应该拨付资本金，不能只让企业向银行增加贷款。这种做

法的结果是国有企业负债率过高。因此，后来启动了债转股的改革，并因此成立了四大国有资产管理公司，帮助企业逐渐降低了负债率，当然国家也为此承担了责任，冲销了几万亿的国有企业呆坏账。

总之，20世纪90年代到21世纪初的“抓大放小”的国有企业改革，为后来的国有企业改革打下了很好的基础，并形成了一些对未来改革很有指导意义的共识：强调国有企业应该从竞争领域撤出，国有企业要走向混合制经济，县市级政府不宜再创办国有企业，等等。

新体制磨合期的任务和特点（2002—2012年）

从上述分析可以看出，大规模建立时期所建立的新体制，是以强调效率，强调竞争为特点的，因而新体制必然会导致失业、破产、收入差距拉大等现象产生，这些现象虽然不是新体制带来的，是因为某些企业及个人适应不了竞争需要而形成的，但社会必须要解决这些问题，要形成解决这些问题的体制，这个过程，就是我们讲的新体制磨合期。新体制磨合期不是要改变和放弃新体制的某些内容，而是要巩固和完善新体制。巩固和完善新体制，与新体制框架的大规模建立，虽然在基本思路和做法上没有什么根本性区别，但确实也存在着一些差异，例如和谐社会、科学发展、民生问题、社会公平等问题，都会成为新体制磨合期的热点问题，不像新体制框架大规模建立时期那样，讨论最多的是产权制度、股份制、市场经济体系等问题，这就需要我们认真分析和研究新体制磨合期的新的热点问题，从而使得新体制能在磨合期得以巩固和完善。

构建社会和谐

如上所述，新体制有两个重要的组成部分：一个是财产制度上的多种经济成分并存，另一个是经济运行上实行市场经济体系。这两个重要组成部分的显著特征是承认差别，并强调差别，因而新体制的推进必然会形成以财产拥有量来区分的不同社会阶层。这些不同的社会阶层虽然在根本利益上是一致的，但它们之间也会有摩擦甚至出现矛盾。如何面对这些不同社会阶层之间的摩擦和矛盾？一种方式是否认多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系，也就是否认改革和新体制，回到没有任何阶层差异的传统体制；另一种方式是承认多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系，也就是承认改革和新体制，并在此基础上通过社会和谐使新体制能够有效运转，实现各个不同社会阶层的和谐。很显然，第一种方式是“死胡同”，它不会有任何民众基础，因为任何民众，无论是高收入者，还是低收入者，都不会想再过过去那种传统体制下的

穷日子和苦日子。因此，我们只有选择第二种方式，也就是通过推动社会和谐来巩固多种经济成份并存的财产制度和市场经济体系。

社会和谐的前提是承认多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系，承认由于这两者而形成的不同社会阶层，因为只有它们存在，我们才需要强调社会和谐，通过社会和谐而实现它们之间的协调发展，如果没有它们，或者不承认它们的存在，那就无所谓社会和谐问题，而是讲社会同一性了，因而强调社会和谐就失去了应有的基础和意义。无阶层差别是强调社会同一性的问题，有阶层差别才需要强调社会和谐。因此，我们强调社会和谐，并不是要否认多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系，而是要为它们的有效运行创造良好的社会基础。由此可见，那种认为强调社会和谐就是要改变多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系的思潮是不对的。这种思潮是以民众利益为幌子的新“左派”思潮，它实际上是利用民众对新体制的某些不完善之处的不满情绪，而试图否认新体制，因而这种以民众利益为幌子的新的“左”的思潮值得人们警惕。

正是因为社会和谐并不是否认多种经济成分并存的财产制度和市场经济体系，而是要有效协调在它们运行中形成的各社会阶层之间的相互关系，从而为新体制运行创造良好的社会基础和环境，因而社会和谐的真正含义在于以下几个方面。

第一，承认和保护各个社会阶层的应有经济利益。

任何人和机构都不能任意剥夺和危及任何个人及阶层的财富，要通过《物权法》等法律制度平等地保护各种类型的财产，对不同社会阶层的经济利益一视同仁，没有任何财产上的歧视。因此，“打富济贫”并不是社会和谐的要求，它恰恰有悖于社会和谐的基本原则。“保富消贫”才是社会和谐的目的。所谓“保富消贫”，就是指要承认富有阶层的经济利益，但同时要消灭贫穷，在承认富有阶层的经济利益增长的同时，也要更加注重贫穷者的经济利益的有效增长，把贫穷者的经济利益的增长，作为社会发展的重要任务，从而不断推动贫穷者的利益上升，实现有利益差异的全社会不同阶层的经济利益的共同增长。因此，承认不同社会阶层的应有经济利益，并保证他们在经济利益的差异下实现利益的共同增长，是社会和谐的内在含义。

第二，实现不同社会阶层的利益共同增长的经济机制。

就是指让累进的所得税制度、收入保障制度和转移支付制度实现内在统一，这套制度可以通过转移支付而使高收入者收入的一部分转变为低收入者的收入，从而实现人们在经济利益上的有差异性的和谐。高收入者的一些收入通过累进所得税而转向低收入者，这表明高收入者是最有效率的人，同时也是最有社会公德的人，因为他们将自己的一些收入贡献给了社会公平，因而这种体制虽然使高收入者的收入转向了社会，但它肯定了高收入者的社会贡献，即他们既有效率，又能兼顾公平，理应是受人尊敬的社会群体。这里需要强调的是，我们应该大力表彰那些高纳税者，因为他们是实践社会公德的重要群体。最近看到我们有的单位在搞社会公德的评选活动，但评选出来的人，并没有高纳税者，而是一些帮老扶幼者，帮老扶幼者有社会公德，应该表扬，但作为社会高纳税者，也是具有社会公德的群体，也应该得到社会的尊重。

第三，维系不同社会阶层的经济利益是和谐的关键。

关键是要尊重人权和财产权。在人权和财产权面前，人人平等，没有任何社会阶层的差异。因此，任何个人及社会阶层，均不能以任何原因危及别的社会阶层及个人的人权，当然也不能以任何理由剥夺别的社会阶层或个人的合法财产。所谓人权面前人人平等，就是指各个社会阶层在人权上是平等的，特别是要求社会必须关注弱势群体的人权，要使他们拥有和别的阶层相同的致富机会，在机会上均等，同时也要使他们最基本的生活条件和最基本的医疗卫生条件得以保障，他们子女的义务教育及其他教育能得以保障，一句话，要保障弱势阶层的人权。所谓财产权面前人人平等，就是指社会要维系各个社会阶层的合法财产，任何人都不能侵犯和剥夺别人的合法财产，在财产权面前人人平等，不存在剥夺者和被剥夺者的问题。人类社会的发展史告诉我们，维系财产权，是非常有利于社会和谐的，因为如果不尊重财产权，合法财产不能得到有效保护，就会使有些人总想不通过自身的努力而获得财富，这就必然助长了社会的不正之风，从而使社会不稳定，人们都有恐惧心理，尤其是高效率者有恐惧心理，这就必然很难维持社会关系的和谐，稳定社会秩序。总之，社会和谐的关键是尊重人权和财产权。

新体制最主要的特征和最大的贡献，是将经济发展和社会发展作为第一要务，强调“发展就是硬道理”，因而新体制极大地推动了中国经济和社会的快速发展，其发展成就举世瞩目，不仅使中国民众心悦诚服，也成为世界关注的亮点。因此，“发展是第一要务”的基本战略不能变，放弃了发展是第一要务，就等于放弃了新体制。当然，我们的发展也存在着某些不尽如人意的地方，尤其是当发展使我国的经济总量在GDP上突破20万亿元人民币之后，也就是发展总量十分巨大之后，我们的发展也遇到了新的挑战。如何面对这些不尽如人意的地方和新挑战？唯一的选择就是推进科学发展。但是科学发展并不是不发展，更不是要放弃新体制，而是要完善发展和应对发展中的新挑战，也就是要巩固和完善新体制，使发展具有更高的质量和雄厚的基础。目前有人试图用科学发展观来否定新体制，似乎新体制所推动的发展是有问题的。这种思潮值得重视。实际上，中央强调的科学发展的第一要务，仍然是发展，发展是不能动摇的，现在的问题只是如何完善发展和应对发展中的新挑战，而不是要不要发展的问题。因此，科学发展观的真正含义在于以下几点。

第一，在发展中注重增长方式的转变，要从过去的粗放型增长方式转向高效益型增长方式。

粗放型增长方式有两个严重不足：一个是高消耗资源；另一个是高污染环境。这两个严重不足在经济发展的总量还不大的条件下，其弊端和危害似乎表现得并不十分明显，但是当发展到了经济总量十分巨大的时候，这种弊端就暴露出来了。例如，当经济发展总量较小的时候，污染并没有成为人们关注的焦点，但是当经济发展总量非常巨大的时候，污染就已经发展成为足以威胁到我们生存条件的因素了，我们必须要调节发展与环境的关系了；又例如，当经济发展总量较小时，高消耗资源并没有引起我们的充分关注，但当经济总量发展到十分巨大的时候，资源就已成为严重阻碍我国经济发展的瓶颈了，因为人类社会已没有那么多资源供我们消耗了，我们必须要改变高消耗资源的发展模式了。因此，我们必须要转变经济增长方式，需要强调节约型经济，推动循环经济，调整人与自然的关系，使发展建立在人与自然关系相和谐的基础上。

第二，在发展中求得人与人的关系的和谐。

这表现为使人们都能享受发展所带来的好处。也就是说，发展必须使人们的利益都能得到相应的增长，虽然我们不可能也不应该使人们的利益等量增长，但必须使人们的利益在发展中都要有所增长，尤其是弱势阶层的利益也要得到有效提升。可以说，人们的利益在差异存在的条件下的共同提升，是发展中人与人的关系相和谐的最基本原则。对此问题，我们已在本书的几个地方做了深入的分析，这里就不再多讲了，这里只是强调发展不可能长期建立在利益不和谐的基础上，因而协调利益关系，是科学发展观的重要内容。

第三，在发展中协调好中国经济与世界经济的关系，尤其是处理好国际收支方面的问题。

在中国经济的发展总量还比较小，其国际收支还不会对国内经济产生太大的影响，尤其是还不足以影响国际贸易和世界经济的时候，发展中的国际收支失衡问题就显得并不突出，但是现在中国的经济发展规模已经很大，而且其国际收支失衡状况不仅影响到国内经济，而且也影响到国际贸易和世界经济的时候，国际收支失衡就成了我们在发展中必须要解决的问题，例如目前的国际收支失衡所引起的流动性过剩问题，以及流动性过剩引发的需求拉动型价格全面上涨的问题，就属于此类问题，需要我们认真解决。所以，科学发展观，也包括中国经济与世界经济关系的协调。

第四，在发展中协调好成本优势与技术优势的关系，注重提升经济发展的质量和水平。

我国的经济发展在较长时期内都是靠成本优势而获得竞争力，也就是我们的劳动力成本及土地等生产要素较为便宜，因而具有竞争成本优势，这也就是有的同志讲的我们的比较优势。但这种比较优势已经开始丧失了，尤其是我们再也不能依靠低廉的劳动力成本推动经济发展了。劳动力成本过于低廉不仅使得我国以劳动这个要素为生的人的收入长期不能得以提升，从而加剧了国内劳动与资本的矛盾，而且也使中国经济长期内需不足，迫使我们不得不开发国际市场，而出口过多所形成的顺差过大又增加了我国经济流动性过剩的压力。尤其是成本优势往往表现为农民工的收入长期低下，基本生活水准难以提升，这就加剧了我国工业化与城市化的压力，因而是非常不利于发展的。我们不能靠牺牲农民工的利益而搞成本优势，把竞争力放在农民工收入低下的基础上。因

此，我们必须在发展中实现发展方式转轨，要从成本优势转向技术优势，推动技术创新。再造发展的新优势，是科学发展观的重要内容。

实现社会公平

对于新体制所充满的活力，以及它所带来的强大的效率作用，似乎人们基本上都是认可的，对此人们并没有太多的分歧，但有人认为新体制过分强调了效率，而忽视了公平。注重效率而忽视公平，似乎是现在不少人对新体制的一种流行性评价，但这种评价是没有实践根据的，而且也是不符合理论逻辑的。这种评价最根本的错误，是将效率与公平绝对对立起来了，似乎只要强调效率，就必然会有害公平，而要强调公平，就必然要放弃一些效率。实际上，效率与公平不是对立的，而是相互融合的。试想，如果一个体制缺乏公平，那么它还能形成效率吗？如果一个体制没有效率，那么我们还能将其称为公平吗？有人需要并认可那种没有效率的所谓公平体制吗？我想，不会有人想要那种没有效率的公平的。因此，效率与公平实际上是相统一的，不可分割的，效率包含公平，公平反映效率，它们之间不是相对立的，因而不是注重了公平，就会损害效率，更不是注重了效率，就会损害公平。所以，要科学地理解公平的问题。我们现在强调的公平，包含了以下要点。

第一，公平并不是指社会收入均等。

在讨论社会公平问题时，有人经常将收入差距作为评价社会公平的重要指标，认为现在收入差距过大，从而引发了社会的不公平。这种观点是非常值得商榷的。其实，传统体制下的“大锅饭”，虽然实现了人们收入的均等化，但它同样也是一种严重的社会不公平，因为它损害了贡献大的人的应有利益，多贡献而不能获得多收入，这也是一种极度的社会不公平，正是因为这种严重的社会不公平，所以才极大地挫伤了人们的积极性，从而使得国民经济失去了活力，没有效率。因此，不能将收入差距作为评价社会公平的唯一指标，实际上收入均等不仅不能反映社会公平，而且往往还会严重地损害社会公平。我们评价社会公平的最主要指标，是看人们的机会是否均等，机会均等下的收入差异是正常的。当然，机会均等在现实中往往是难以做到的，充其量只能是一种趋向，因而我们也要在承认收入差距的条件下，注重对收入差距的调节，但这种调节并不是因为收入差距反映了不公平，而是因为机会均等的条件没

有充分实现，因而需要调节。我们认为，在机会均等的条件下，因为个人禀赋与努力而形成的收入差距，并不反映社会公平不公平的问题，这种差异的存在是正常的，这种差异本身就是公平。社会公平在于机会的均等，而不在于收入差距本身，从收入差距上很难判定公平与不公平。

第二，坚持公平的关键是消除行政垄断和权钱交易。

人们对新体制有意见，例如有人认为新体制有些不公平，但这种意见并不是说效率本身引起了不公平，而是指传统体制未能改革的弊端带来了不公平。现在人们有不公平感的主要原因，是人们认为行政性垄断及权钱交易，使得一些人获得了并不是靠自身努力而获得的利益，因而人们反感的是行政性垄断和权钱交易，对于那些靠自身禀赋和努力而获得较多利益的人，人们并不反感，并没有认为这种情况也是不公平。因此，人们的不公平感并不是来自效率本身，而恰恰是来自和效率相对立的行政性垄断与权钱交易，因而不能把缺乏公平的帽子戴到新体制头上，不公平的现象是由传统体制的未能真正改过来的弊端而形成的。因此，要实现社会公平，关键是要深化体制改革，重点在于打破行政性垄断和消除权钱交易，这就要求我们必须在推进经济体系改革的同时，大力推进政府体制改革，完善民主政治，从而消除行政性垄断和权钱交易的体制基础，可以说，没有政府体制改革的深化，没有良好的民主政治，就不可能有真正的社会公平。

第三，公平并不是笼统地比较人们的财富。

在讨论收入差距及社会公平时，人们经常将某些企业所有者的财富与普遍劳动者的收入相比较，这样比较的结果，当然使人们感到社会收入差距太大，似乎社会很不公平。但这种比较方法并不合理。因为，在企业所有者的财富中，有一种财富是属于企业法人财产，我们不能将这种法人财产完全等同于自然人财产。自然人财产与企业法人财产并不是一回事，甚至有本质上的区别。企业法人财产虽然会给所有者带来一定的财富，但企业法人财产的主要作用在于维系企业的投资与经营活动，在更大程度上是为社会做贡献，例如为社会创造就业机会，为市场提供产品和服务，为政府提供税收，企业法人财产只有在完成这些社会贡献的基础上，才能给所有者带来一定的自然人收入。因此，企业法人财产并不像自然人财产那样，全部是为个人利益服务的，例如，如果有一个

人有50万元的自然人财产，就可以直接将它们用于自己的个人消费，但是当个人财产表现为法人财产的时候，人们就不能随便将它用于自然人消费了。因此，不能将个人的企业法人财产作为自然人财产，并用它去同普通人的自然人财产相比较，从而得出收入差距太大，社会不公平的结论。比较收入差距需要有科学的方法，切不可盲目将不应比较的收入放在一起胡乱比较，这样会得出错误结论的。

第四，公平与法治社会是相统一的。

在讨论收入差距，进而评价社会公平问题的时候，我们应该有一种法治意识。所谓法治意识，就是要承认所有的合法性的事实。也就是说，我们现在在讨论收入差距，从而评价社会是否公平的问题的时候，要看人们的收入是否具有合法性。在法治社会条件下，人们评价收入是否公平的标准，就是法律。所有合法性的收入都应该是公平的，无论高收入，还是低收入，只要合法，就是公平的，不能将合法的高收入看成是不公平的。收入的公平性不在于收入水平的高低，而在于收入是否具有合法性。影响人们收入的因素是多种多样的，但收入必须合法，合法的，就是公平的。公平性与合法性是相统一的范畴。因此，我们只有将法治观念引进社会公平问题的时候，才能真正分清何谓公平，何谓不公平。离开法治标准，实际上是很难讨论社会公平问题的。社会公平以法治为基础，以合法性为准则。因此，社会公平不是一般的道德问题，哪怕就是道德问题，也必须以法治为基础，合法性与道德状况也是相统一的，例如合法性的道德习惯就应该称之为有道德，要将道德放在法治的基础上。总之，不能离开法治而讨论社会公平，合法的，就是公平的。

有效关注民生

新体制在其运行过程中，由于竞争与效率规律的作用，必然会产生像企业破产和个人失业这类传统体制所没有的现象，因而在有些人看来，似乎新体制没有像传统体制那样关注民生问题，所以把忽视民生的帽子戴到了新体制头上。其实这是不对的。新体制下所发生的破产和失业，并不是新体制带来的，而是因为有些个人或企业不能适应新的要求，被“罚下场了”，问题在于被罚下场的人和企业，而不在于新体制。因此，我们现在强调和关注民生，并不是说新体制就有悖于民生，而是指新体制在进入磨合期后，民生问题就显得更为重要，新体制本身所具

有的关注民生的内在要求，这时会充分地显现出来。因此，不能将新体制与关注民生对立起来，而是要看到它们实际上是相互融合的，是一个问题的两个方面。

第一，新体制为关注民生问题提供了强大的物质基础。

可以说，没有新体制的建立，我们就不可能真正有能力关注民生问题。在传统体制下，我们的民生问题实际上是最糟糕的，许多人吃不饱和穿不暖是正常情况，甚至出现过饿死人的现象。传统体制下的民生问题为什么搞得不好？就是因为传统体制不仅使国民经济严重缺乏活力，而且使国民经济结构严重失调，从而使我们长期处于严重的经济短缺之中，在这种情况下，我们根本没有关注民生的物质基础和能力。而改革开放以后，新体制创造了巨大的经济活力和强大的物质基础，从而使得我们真正有能力关注民生问题了，例如像取消农业税，为弱势阶层提供更好的社会保障和公共产品这些关注民生的举措之所以能够实行，就是因为新体制为我们创造了强大的物质基础。因此，只有新体制的不断巩固和完善，才能使民生问题不断地得到有效解决。

第二，新体制本身就包含了对民生的关注，新体制并不排斥和损害民生问题。

例如，市场经济虽然强调效率原则，但同时也强调社会保障原则，因而市场经济越发达，社会保障体制就越健全，在人类发展的历史上，社会保障体制几乎是同市场经济体系同步完善的。因此，关注民生也是新体制的必然要求，我们现在完善新体制的重要内容，就是关注民生问题。为此，我们应该注重完善医疗卫生体制，完善教育体制，完善收入保障体制，完善再就业体制，完善住房体制，等等。总之，要全方位地关注民生问题，通过关注民生为新体制创造深厚的民众基础，从而使民众利益与新体制紧密地结合在一起。

第三，民生问题有赖于新体制的巩固和深化，我们应该使民生与新体制之间相互有效配套。

我们现在强调民生问题，并不是因为新体制的形成损害了民生，而是指新体制恰恰需要注重民生问题，同时民生问题也有赖于新体制的完

善。因此，不宜把新体制同民生问题对立起来。现在有人非常喜欢作为弱势阶层的代表，经常讲所谓的穷人经济学、穷人教育学，似乎讲穷人问题就是关注民生，实际上这是不对的。我们关注民生问题，并不是要将它同新体制对立起来，将强者与弱者对立起来，因而在推动民生的进程中，我们既要强调关注弱势阶层，同时也要关注在竞争中处于强势地位的阶层，使他们在竞争中更强。强者更强，才有利于社会解决弱势群体的问题，不能靠抑制强者而扶持弱者，而要使他们都能拥有充分发挥自己作用的体制和政策，这才是我们关注民生的本来意义。关注民生问题，不是为了加剧强者与弱者之间的不协调，而是要推动他们之间的和谐，因此，虽然强者更多地依靠自身的竞争，弱者则需要社会的更多帮助，但实际上他们都需要社会的关注，不过前者是希望竞争更充分、更公平，后者则希望有更多的扶持和救助。从这一点上讲，关注民生，就是关注各个社会阶层的社会诉求。

第四，关注民生更重要的是要为弱势群体提供更为公平的机会。

关注民生虽然要强调通过转移支付而有效地保障弱势群体，但关注民生并不是仅仅如此，而是使他们的创新能力能够得以有效提升，从而使他们通过自身的努力而改善自己的生存和发展条件。这是民生问题与福利主义的重大区别。我们不能无条件地把提高弱势阶层的福利作为关注民生的主要内容，如果一味强调提高福利，而不去设法提升弱势阶层的竞争能力的话，那就必然会加大社会进步的成本，并且对于推动社会和谐毫无疑义，甚至还会使社会产生“福利病”，从而降低经济发展和社会进步的动力。不关注民生问题是错误的，但将民生问题等同于福利主义也是有害的。我们应该吸取某些福利国家的教训，尤其是南美一些国家的教训。我们要告诉大家，任何人都只有依靠自身的努力才能最终改变自己的地位和生存状况，努力工作是社会进步和自我提升的基础，是国强民富的前提条件，如果一个社会中的人不是强调努力工作和竞争，而都是试图依靠享受福利而生活，那么这个社会就没有前途。总之，关注民生不能削弱社会进步的动力，更不能导致“寄生性”的社会习惯，而是要强调竞争和自我奋斗。如果我们不强调竞争和奋斗，而是为了迎合所谓的“民心”，去无限制地满足一些人的福利要求，其结果只能是有损于新体制，有损于社会经济发展的活力。因此，要正确理解和关注民生问题，切不可把关注民生当成福利主义。这个问题是我们必须要警惕的，切不可掉以轻心。因为有些缺乏自信和权威的人，往往会利用福利

主义而吸引所谓的“民心”，从而会在关注民生的幌子下而使中国经济过早地丧失发展的动力，使中国经济丧失良好的发展机遇。因此，新体制磨合期既要关注民生问题，也要防止将民生问题变成福利主义，从而导致中国经济放慢增长速度，出现新体制的变态性回潮。

全方位改革时期的任务及特点（2012—）

经过大规模经济体系改革阶段与新体制磨合阶段，中国人民逐渐在经济上富有起来，实现了富起来的目标。在经济上富有之后，人们当然就越来越重视自己在政治、文化、社会、生态上的各种需求。为了满足人们这些日益增长起来的需求，中国改革当然就要从以经济建设为中心的改革，走向全方位改革。也就是在继续推进与深化经济体系改革的同时，走向全方位改革，更加重视与推进政治、文化、社会、生态上的改革。如果说在1978—2013年这30多年的改革中，我们还是以经济建设为中心来推动改革的话，那么自2014年起，尤其是从2017年的中共十九大起，中国改革就主要表现为经济改革基础上的全方位改革，包括政治改革、文化改革、社会改革、生态改革。

政治改革：提高中国护照的“含金量”

人们在政治上的一个极其重要的需求，就是能看到一个公平公正的社会秩序，体会到社会的正义感。我国是一个以人民当家做主、法治社会、共产党领导相统一为特征的政治体制，因而要满足人们在政治上的这种需求。首先，必须坚持推动法制社会建设，形成包括宪法、民法、刑法在内的完整的法律体系，有法可依，并且形成高效的执法体系，彻底消除以权代法、以政代法、以情代法的现象；其次，从严治党，推动与深化党内民主与监管，因为共产党是中国的实际领导者，只有党内民主才能集中各种智慧与各方面的诉求，保证党的正确领导，它比一般的社会民主更重要，当然，它的监管也比一般的社会监管更重要；再次，民意的动向及诉求的传递必须快速准确，在各种新媒体及信息传递通道上要保证民意畅通顺达，不能因各种原因而形成阻滞。

人们在政治上的一个普遍需求，就是看到政商“亲”“清”，社会廉洁高效，贪腐得以严惩与消除。近几年人们为什么在政治上满足感较强？就是因为防腐治贪取得了巨大成就。因此，我们必须将权力关在笼子里，建立高效的防腐治贪体制，既要防止资本介入政治生活，也要防止政治权力介入商界活动，真正实现政商“亲”“清”。为此，必须对政商的

运行轨迹做严格界定，消除权钱交易、权色交易，在制度上真正实现防腐治贪。可以说，建立一个高效廉洁的政府，是人们在政治上的普遍愿望。目前中国构建国家监察委员会，就是将所有公务人员的行为纳入监管之中，保证公共权力与公共财产为民所用，治理公权私用，有权不为，既治贪，又治懒的重要制度安排，人们对此极为支持。

人们在政治上的一个最基本需求，就是国家统一，民族团结，在国际上能得到尊重，有民族自豪感与国家荣誉感。因此，我们必须要解决台湾问题，真正实现国家统一。一个不统一的国家，很难使人有真正意义上的政治满足感。同时，还要不断使中国得到国际上的全面真正认可，提高中国护照的“含金量”，使人们拥有民族自豪感与国家荣誉感，这也是人们重要的政治满足感。《战狼II》《红海行动》等电影的高票房现象就足以证明这一点。

文化改革：处理好文化与经济的关系

文化改革在我国实际上有3个问题。

1.文化经济问题。

大家知道，文化需求是人们的重要需求。要满足人们的文化需求就必须放开和推进文化经济的发展。所谓文化经济，就是生产人们所需要的精神产品而满足人们精神需求的经济。人类生产分物质产品生产与精神产品生产，生产精神产品的就是文化经济。文化经济首先表现为文化产业。主要包括：影视、音乐、戏剧、收藏、非遗、博物馆、出版、美术、传媒、旅游、体育、娱乐等。

文化产业的载体实际上是文化企业。文化企业作为生产人们精神需求的企业，不同于一般生产物质产品的企业，有其自身的特点。首先，文化企业必须要正确把握不同时期、不同阶层、不同年龄群体的精神需求，根据人们的精神需要生产出文化产品，一旦把握不好人们的精神需求，任何文化产品都将失去市场需求，就像那些所谓的艺术片严重脱离现实而没有票房价值一样；其次，满足人们的精神需求需要具有很强创新力的人才，因而文化企业的公司治理会更加重视人力资本，货币资本需要以人力资本为基础；再次，文化企业所生产的产品受制于意识形态

的约束，必须具有正能量，不能颠覆社会的主流“三观”。

文化产业作为生产精神产品的产业，虽然不同于其他生产物质产品的产业，例如其运行过程并非是纯粹的市场经济原则，但文化产业作为一种产业，其运行又必须建立在市场经济的基础上，因而文化产业同样涉及文化市场、文化金融的问题。文化市场的形态是各种各样的，既有线上的，也有线下的，例如线下的有文化小镇等，应该允许文化市场走向多元化，不要搞行政性垄断或者行政性阻滞。文化金融也要有创新，不能简单使用物质产品生产企业的融资方式，例如文化企业一般并不具有用于抵押贷款的资产，更多的是无形资产，因而需要有创新性融资方式，应该允许这方面的金融创新。

2.经济文化问题。

经济文化不同于文化经济，经济文化是人们在经济活动中必须坚持的价值理念，也是文化问题的重要内容。大家知道，经济活动是人类有目的的社会活动，当然有着人们所必须坚持的价值理念，就是经济文化。经济文化的要点包括：契约精神、法治意识、诚信理念、责任约束、敬业精神等。良性的经济活动需要经济文化的支撑。中国的经济虽然在高速增长，但人们还是缺乏成就感与认同感，就是因为还没有良好的经济文化，表现为快速增长下的混乱，因而必须形成良好的经济文化。

3.传统文化问题。

中国传统文化博大精神，是中华民族的瑰宝。我们对于中华传统文化既不能全盘否定，也不能全盘照搬，因为全盘否定就没有根了，全盘照搬实际上也难以与时俱进。对于传统文化中的“农耕文化”“君臣文化”“抑欲文化”等因素需要扬弃，要根据工业文明、法治文明、人权文明等人类的价值理念进步，加进新的元素，从而形成中华现代文化。这是文化改革的重要内容。

社会改革：让民间组织实现自我管理

任何人都希望自己生活在一个充满活力而没有生存恐惧与充满争斗

的社会之中，因而在市场经济条件下，人们的社会需求表现为无生存之忧并期望竞争有序与社会和谐。如何满足人们的这种社会需求？首先应该建立良好的社会保障制度。在教育、医疗、养老等方面建立符合人们需要的保障制度，让人们没有上学难、就医难、养老难等忧虑。社会保障制度应该实行行政化与市场化的有效结合，也就是政府要在教育、医疗、养老等方面实行最基本的保障，即现在所讲的“兜底”，同时也鼓励人们进入各种商业保险，建立更为“优越”的各种保障，形成多层次的社会保障制度。

追求社会和谐是人们重要的社会需求，因为任何人都不希望自己生存在一个充满仇视与争斗的社会之中，人的本质是追求和谐。要实现社会和谐，就必须认真处理好社会各阶层之间的关系，除了认真处理好各阶层之间的收入关系，例如要让各阶层的收入都能随着经济发展而相应增长，但更要注重处理好各阶层之间的思想关系，例如必须相互尊重并能自我约束，在相互理解的基础上协调人们的思想差异及行为差异，实现和谐相处，消除阶层对立。

社会改革的重要内容是放开民间组织，让社会实现自我治理。现代社会由三大组织构成，企业、政府、民间组织。我国的民间组织的发展明显滞后，应该加快此类改革，推进社会的自我治理。

生态改革：建立国家自然资产的集中管理体制

人类的幸福生活离不开良好的生态环境，因而对美丽中国的需求是每个中国人的强烈愿望。要实现美丽中国，必须坚持生态改革。生态改革的任务有三。

一是必须真正处理好工业化与城市化所带来的废水、废气及固体垃圾，只有这样才能真正实现工业文明与城市文明。治理废水、废气、固体垃圾必须坚持产业化与企业化的路子，通过技术创新而消除污染，单纯的行政性“关停并转”的强制方式只能解决一时一事的问题，只有走产业化、企业化、技术化的路子，才能真正解决问题。

二是大力推进自然生态环境的修复。近些年来因为盲目追求GDP，已经使得自然生态环境受到巨大破坏，因而要建成美丽中国，就必须尽快修复自然生态环境。对于那些影响整个中国生态环境的区域，必须禁

止开发，对于重点区域要以国家公园的形式加以严格保护。应该建立国家自然资源资产的集中管理体制，防止某些地方政府及企业或个人，因为局部利益而对自然生态的破坏。对于自然生态环境有关的区域的政府业绩评价体系要取消GDP这个指标，而且国家要以预算形式对这些地方的财政收支予以支持和帮助，使自然生态环境保护真正落到实处。应该说，国家组建自然资源部正是顺应了历史发展趋势，必将有利于生态自然资源的修复与保护。

三是大力推进农村与农业改革。农村与农业实际上已成为中国生态环境保护的薄弱环节，也是恶性污染事件的高发区，因而必须推进农村与农业改革。农村与农业改革包括对农业的化肥及农药的使用要有严格的标准，对农村生活的“上下水系统”及垃圾处理要有新举措，对非农的污染严重的农村工业体系要进行真正的“关停并转”，促进农村工业体系的升级换代。当然，美丽乡村的实现，最终要使农民富、农村强，因为美丽乡村实际上最终是以经济实力为后盾的。

经济改革：实体经济是现代化经济体系的脊梁

我们强调政治改革、文化改革、社会改革、生态改革，并且不再单纯强调以经济建设为中心，并不是不需要经济改革，而是要在全方位改革的基础上更加深入地推进经济改革。在全方位改革的基础上，经济改革的核心是，按照新发展观，构建现代化经济体系。什么是现代化经济体系？现代化经济体系包括6个组成部分，即：实体经济、现代金融、技术创新、人力资源、市场经济、全方位开放。实体经济是现代化经济体系的基础与脊梁，现代金融是现代化经济体系的助推器与润滑剂，技术创新是现代化经济体系的动力源泉，人力资源是现代化经济体系的人才基础，市场经济是现代化经济体系的基本运行规则，全方位开放是将中国经济融入世界经济之中。

现代化经济体系的重要特征是具有很强的防风险能力，能够对风险做出预警并能及时修复引起风险的各种经济漏洞。因此，我们在构建现代化经济体系时，要将防风险作为重要的指标。例如，在构建现代金融时，要将各种防风险的举措考虑其中，把握好金融与实体经济的关系、金融与房地产的关系、金融与各种债务的关系、金融与杠杆率的关系、金融内部各种融资通道的关系等。

现代化经济体系是中国进入强起来的时代的经济体系，因而现代化经济体系必须助推中国建立现代化强国。现代化强国必须在经济上要拥有技术话语权与金融话语权。要拥有技术话语权，中国就必须能够创新出颠覆性技术与原创性技术，这就要求中国进行前瞻性基础性研究，形成强大的技术创新体制。要拥有金融话语权，中国就必须全方位开放，不再单纯强调出口与吸引外资，而是也要强调进口与中国资本走出去，深入推进“一带一路”倡议，推进人民币的国际化。总之，强起来的目标要求现代化经济体系要有新的特征与内容。

（2018年10月11日在改革开放论坛上的讲话录音整理稿。）

第七部分　改革开放再启航

改革开放只有进行时，没有结束时。因而在2018年当改革开放已进行了40年时，我们没有使用“纪念”改革开放40周年的提法，因为这种提法似乎意味着改革开放已经结束，而是使用了“庆祝”改革开放40周年的提法，这种提法是指改革开放将会继续，改革开放需要再启航。

改革开放如何再启航？改革开放再启航是指现在的改革开放要以40年的改革开放为基础，现在的改革开放已经不是40年前的改革，也不是10年前或者20年前乃至30年前的改革，而是要以40年改革开放的结果为基础，在此基础上推动改革开放的深化。从这一思路出发，讨论中国改革开放再启航，需要思考两方面的问题。第一，中国改革开放40年的重要成就是什么？我认为有两个重要成就，一个是全体人民富起来，从无产者变为有产者，这个成就决定了我们必须在未来的改革中注重保护人们的产权，人富有之后最担心的就是财富是否安全；另一个成就是民营经济成为我国经济最重要的组成部分，对增长的贡献是50%，对税收的贡献是60%，对就业的贡献是80%，因而我国在未来改革开放中仍然要大力发展民营经济。第二，中国过去40年改革开放的主要经验是什么？我认为有两条：一个是坚持了市场化的改革方向，市场经济造就了中国经济的快速发展；另一个是法治化，法治化推动与保障了中国经济的发展。因此，改革开放再启航必须要坚持市场化与法治化的方向。

由上述分析可见，我国改革开放再启航，主要有下述几项改革。

平等保护产权的12个要点

中国改革开放最重要的成果是让人们摆脱贫穷富起来，从无产者变为有产者。人们的财产包括五大类：不动产（即房产）、股权与股票资产、金融货币资产、非货币资产（如各种有价收藏）、耐用资产（如汽车等）。这些财产到底有多少，人们并没有一个统一认可的具体数量，但绝不是以万亿计算，也不是以10万亿或者百万亿计算，而应该以千万亿计算，因为仅房产一项就有450万亿之多。

人们拥有财富之后，一个重要的心理就是担心自身财富是否安全，因而最大的诉求就是要保护自身的产权，要求建立平等保护各类产权的社会经济制度。因此，保护人们的财产安全，建立平等保护各类产权的社会经济制度，就成了改革开放再启航的重要改革内容。

解决移民潮与维稳的关键

社会主义基本经济制度形成之后并不是一成不变的，而是应该随着经济发展和社会变革而不断调整和完善。目前社会主义基本经济制度调整的重点是要更加注重保护产权，尤其是更加注重保护私人产权。因为我国经过40年的改革开放和经济的发展，人民群众绝大部分已成为有产者，人们越来越注重对自身产权的保护，保护产权已经成为普遍的公众意识和民意，社会主义基本经济制度要充分反映和体现这种公众意识和民意。为什么我国目前拥有财产的人那么积极地移民？其中最主要的原因就是害怕自己的产权不能在国内得到有效保护。寻求自身产权保护，其实是移民的最主要原因，而并不是像有些人讲的移民是为了享受发达国家的福利和教育。非正常移民所导致的一个国家的财富和人才流失，是非常可怕的。我们应该清楚，维护社会稳定的主要社会基础，是在40年改革开放中受益而积累起自身财富的人，有产者最怕社会动荡，最需要稳定，因而只要保护他们的合法产权，他们就会成为社会稳定的中坚力量。

“两个坚定不移”的制度基础

毫不动摇地坚持和发展公有制经济与毫不动摇地坚持和发展非公有制经济，是中国特色社会主义基本经济制度的重要特征，这一重要特征决定了我国经济从宏观结构上看，表现为混合经济：既有公有制经济，又有非公有制经济，公有制经济与非公有制经济相互竞争与相互融合，共同组成了中国经济。同时，从微观结构上看，我国经济也表现为混合经济，即：企业中既有公有产权，也有非公有产权，公有产权与非公有产权融合于一个企业之中，共同推动了企业的经营活动。公有制经济与非公有制经济在宏观和微观上的相互竞争与相互融合，使得中国经济实际上已成为混合经济体系。在混合经济体系下，不同产权的相互竞争与融合，以及这种竞争与融合所引发的产权边界界定及保护产权，就成为社会经济生活中的一个核心问题。因此，中国特色社会主义基本经济制度在坚持“两个毫不动摇”的同时，就应该把坚持平等保护产权作为重要的法治原则，从这一点上讲，平等保护产权，是中国特色社会主义基本经济制度的应有之义，是中国特色社会主义基本经济制度的重要构成部分。

消除福利主义与民粹主义

保护产权是社会经济制度的范畴，这种制度规范一旦形成，就会成为一种公众意识，即保护自身产权和尊重别人产权的意识，这种公众意识对于校正那种不是依靠自身勤奋和努力，而是试图通过侵占别人产权而实现富有的不健康思维，是非常有用的。现在以穷为荣且试图以“打富济贫”而实现自身富有的思想存在的最主要原因，就是社会缺乏尊重别人产权的意识。保护产权是形成勤劳致富的良好社会风气的重要制度基础。假“革命”之名而行动乱之实的深层原因，就是无视别人的产权，缺乏产权保护的自觉意识。出身农村靠自身勤奋努力而致富的人曾形象地说，好吃懒做的“二流子”的思想基础就是无视别人产权，在产权上实行无“政府主义”。目前福利主义盛行的重要原因，就是无视产权保护，我们应该是帮贫不帮懒，不能搞民粹主义。

消除收入分配不公

我国目前贫富差距太大的主要原因不在于分配，而在于产权制度的漏洞，产权没有得到应有的保护。有些人以廉价的方式获得了有巨大赢利能力的产权，从而一夜暴富，而有些人的产权却因垄断等原因而贬值，收入不能随着经济的增长而上升，其中最为典型的例子就是：有人以廉价的方式获得了归全体人民所有的具有极强赢利能力的自然资源的产权，从而一夜暴富，但居民手中的大量金融资产并没有随着经济的增长而升值，有的金融资产如储蓄存款甚至贬值了，人们的各种金融财富在隐性地向金融部门转移，从而难以实现富有。

实现社会公平正义

保护产权在我国目前要特别强调对私人产权的保护，因为公权高于私权，甚至公权可以随意侵犯私权的社会意识根深蒂固。例如，领导视察企业，一听是民营企业就非常谨慎，甚至敬而远之；银行放贷一看企业性质是民营企业，就会在放贷条件上更加苛刻和刁难，甚至不愿放贷；税务部门收税和查税，对民营企业经常任意加税和罚款；投资审核部门，对于民营企业的投资会经常以各种方式横加干涉，甚至阻止民营企业的正常投资，社会上将此状况形象地比喻为民营企业投资上的“玻璃门”与“弹簧门”，等等。总之，保护私人产权是当务之急。虽然中央不断强调“两个坚定不移”，提出非公有制经济与公有制经济在资源享受与竞争中是平等的，但实际情况并非如此，非公有制经济仍然难以获得与公有制经济平等的资源享受和竞争地位。因而保护私人产权的改革仍然需要继续深化。

政府体制改革

政府的主要职能是保护产权而不是经营产权，政府经营产权的结果只能是政资不分，政企不分，在产权上有政府背景与无政府背景的经济主体无法平等经营，平等竞争、经济公平实际上就是一句空话。我国现在难以清晰界定政府与市场、监管与经营、宏观与微观、政府与企业等诸多社会经济关系的最主要原因，就是政府试图经营产权而并没有把重点放在保护产权上。尤其是我们应该看到，在政府不保护产权的条件下，有的民营企业就只好寻找非政府力量保护自身产权，其结果可能出现黑恶势力，甚至会成为“黑社会”的温床。可以说，经济低效率、贪

腐、黑恶势力等负面社会现象，从经济制度层面上讲，就是因为产权没有得到有效保护。

城镇化的顺利进行

产权保护在目前推进城镇化的过程中，主要表现为对农民产权的保护。农民在宅基地及宅基地上的房产应该同城市房产一样，能够用于银行抵押和市场交易，集体所有而农民承包的土地，也应该拥有产权的属性，能够用于工商登记和银行抵押。国家在将农村土地转为国有土地的过程中，要严格根据宪法规定，凡是用于公益性建设的农村土地，国家可以采用征地的方式，而对于用于非公益性建设的农村土地，则应该以交易的方式进行，农民作为交易主体进入市场，而国家则只作为税收收取者收取应有的税收及级差地租[1]，政府不能再作为交易主体存在。对农民产权的保护，对于提高农民收入及推进城市化进程，都有重要意义。

防止国有资产流失

目前产权保护的突出问题虽然是私人产权不能有效保护，但国有产权保护不到位也是大问题，国有经济中的贪腐与国有资产流失的问题也很严重。国有产权不能保护的重要问题是国有资产管理体制有问题。目前这种将国有资产监管职能与国有资产经营职能都融于国资委一身的体制，实际上无法形成对国有产权的有效监管。尤其是对于国有产权，如果将其社会职能与赢利职能融为一体，不进行有效区分，就会使实际掌握国有产权的人，经常以社会职能作为掩护而侵吞国有产权的经营收益，将侵吞国有产权“体制化”和“合法化”，目前国务院国有资产监督管理委员会及央企拒绝上缴应有利润的状况，就是一个很好的证明。在人民对个人所有产权不能有效监管的条件下，将会使国有产权成为某个社会阶层的财富来源，例如不少央企高管能在北京和上海这样寸土寸金的地方有别墅，就是很好的证明。这实际上是社会最大的不公平。

实现权力制衡

保护产权延伸到政治层面就是保护人权，因为人权的重要内容是财产权，不保护产权，就难以谈保护人权。人权面前人人平等，这是人类现代社会的最核心价值观。人权与特权的矛盾，是我国目前必须要解决的重要矛盾。公众目前积怨较多的一个重要问题，就是特权往往侵犯了人权。特权之所以侵犯人权，其经济原因就是缺乏对产权的保护。政治往往是经济的最集中反映，经济制度的不完善，往往会导致政治及社会生活的扭曲。因此，保护产权涉及政治及社会生活的健康与稳定。公权与私权的相互制衡，尤其是对公权的有效制衡，并不是西方的独创思想，中国很早就强调社会稳定的重要问题是对公权的制衡，私权与公权需要相互制衡。

推动技术创新

产权就其物质形态讲，包括物质产权（自然资源、土地、货币资本、设备及各种生产资料等）、知识产权、劳动产权（个人对自身劳动的所有与支配）。产权就其所有者层面讲，包括国有产权、自然人产权、共有产权、法人产权、社团产权、社区产权等。因此，保护产权是一个系统工程，例如不仅要保护物质产权和劳动产权，还要保护知识产权，如果不保护知识产权，谁都可以“山寨”别人的技术创新，那就必然是人们不可能下大力气投资于技术创新，而是琢磨如何“山寨”别人的技术创新，技术创新就是一句空话；例如不仅要保护国有产权与共有产权，还要注重保护其他种类的产权，尤其是自然人产权。我们必须平等界定各种产权的权利边界与利益，不能歧视任何形式的产权。

推进各项改革的重要保障

我国经济体系改革能否完成的最深层次的制度保障，就是能否有效保护产权。只有有效保护产权，政府行为才能受到约束，政企关系及政府与市场的关系才能清晰界定各自的权力边界；只有保护产权，资源价格及要素价格才能在市场博弈中走向市场化，实现市场定价，像利率市场化和汇价市场化才能形成；只有在保护产权中，企业家队伍才能最终形成，企业家队伍的形成状况与保护产权的状况成正比；只有在保护产权中，人们才会投资于技术创新，才会致力于技术创新，才能实现创新驱动战略；只有产权受到有效保护，人们才会注重长期投资，而不去搞

短期投机；只有在有效保护产权的条件下，各种经济主体的权利边界清晰，财税体制才能取得真正的改革；只有保护产权，才能形成公平公正的收入分配体制，等等。实际上，市场经济形成的最根本条件是产权清晰与保护产权，只有在产权清晰与保护产权中，交易双方才能实现利益共享的双赢，而不是相互的欺诈与恶斗，因而没有产权清晰与产权保护，就没有真正的市场经济。

在公众意识与法律体系上释放积极信号

主要是要形成保护产权的社会意识和在宪法、民法、刑法等法律体系中贯彻保护产权的法律规范。现在我国极度缺乏保护产权的公众意识，在有些人眼里，似乎任何私人产权都可以随时剥夺，盲目的公有“左倾”风潮仍然很重，从而导致了社会严重不稳。同时，法律体系上也并未完全贯彻产权平等的法律原则，并没有彻底将平等地保护产权作为根本性法律准则。因此，我国必须要在公众意识与法律体系上尽快释放出保护产权的积极信号，这对校正引发社会不稳定的“多数人暴政”是有意义的。1992年我们提出中国要搞市场经济，带来了我国经济的高速发展与体制改革的深化，现在释放保护产权的信号，仍然有这样的作用。为此，我们应该在3个层面上做工作。

第一，理论层面。

要进行理论创新，真正形成各种生产要素共同创造社会财富，按要素贡献分配财富的理论，彻底抛弃只有劳动创造财富，而资本收益具有剥削性质的陈腐观念，真正形成科学的产权理论。不讲前提地说公权道德至上是错误的，任何形式的合法产权都是阳光的，都应该被尊重。同时，要在理论上确立市场经济就是契约经济，契约经济要求必须保护产权。保护产权、契约经济、市场经济这三者是密不可分的。

第二，公众意识层面。

要不断强化保护产权的意识，尤其是要尊重和保护私人产权的意识，不能盲目地认为私有是万恶之源，私权与公权的权利边界界定，在于法律体系本身的设定，而并不在于某种产权本身的属性，如果盲目认为私有是万恶之源，就必然堵塞了中国深化改革之路。

第三，法律体系层面。

从宪法到刑法和民法的整个法律体系上，贯彻平等保护各种产权的原则，有效地从法律上保护产权，尤其是保护私人产权。现在的法律体系仍然是一个公权法，并不是一个公权与私权平等的法律体系，这是我国法律体系的重大缺陷，需要尽快改变。

---

[1]指由于耕种的土地优秀等级不同而形成的地租，是农产品的个别生产价格低于社会生产价格的那部分超额利润的转化形式。——编者注

推动民营经济继续发展壮大的10个要点

中国改革开放的一个重要创举，就是推动民营经济的快速发展，使得民营经济成为推动中国经济发展的不可缺少的重要力量。有一个提法叫民营经济的“568”，即民营经济对经济增长的贡献已经占到50%，对税收的贡献已经达到60%，对就业的贡献已经达到80%。因此，中国改革开放再启航的重要任务，是继续推动民营经济的发展与壮大。但是遗憾的是，在2018年却出现了一系列逆潮流的论调，如“民营经济退场论”“工会要接管民营经济，搞新公私合营”“党组织要直接接管与经营民营经济”等。这些提法是极其错误的，中国改革开放的重要举措是继续推动民营经济的发展与壮大。

如何继续推动民营经济的发展与壮大？主要是做到下述10个要点。

公有制经济与非公有制经济的统一性

党的十六大报告明确指出，公有制经济与非公有制经济不是相互对立的，是完全可以统一于社会主义经济的建设之中的，因而我们必须既要毫不动摇地发展公有制经济，而且还要毫不动摇地发展非公有制经济。改革开放以来，我们虽然多次强调要注重非公有制经济的作用，但是非常明确地提出公有制经济与非公有制经济并不是对立的经济形态，十六大报告则是首次。明确提出公有制经济与非公有制经济不是相对立的，对于大力发展非公有制经济和确立非公有制经济的完整法律地位，具有非常重要的作用和意义。认为公有制经济与非公有制经济是对立的，就是仍然把非公有制经济当作剥削经济，既然是剥削经济，当然谈不到应有的法律地位问题，因而只有承认公有制经济与非公有制经济不是对立的，才能解决非公有制经济的剥削性质问题，才能使非公有制经济有完整的法律地位。

非公有制经济要长期发展

任何一种经济形态的存在，都不是由任何一个人的价值取向所决定的，而是由生产力的发展状况所决定的。也就是说，任何一种经济形态，只要它能够促进生产力的高效发展，它就必然会存在，这是不以任何人的意志为转移的。因此，只要非公有制经济能容纳生产力的发展，能满足生产力发展的内在要求，它就必然会存在和发展。我们过去习惯用姓社姓资的原则来评价各种经济成分，似乎凡是姓社的，就可以长期发展，凡是姓资的，就要马上消灭，这种“左”的思维方式甚至发展到“宁要社会主义的草，也不要资本主义的苗”。实际上，评价和判断一种经济形态能否存在和发展的唯一标准，就是生产力标准，只要一种经济形态能够促进生产力的发展，这种经济形态就必然会存在。因此，非公有制经济在它能促进生产力发展的长时期里，必然会长期存在和发展。由此可见，非公有制经济的存在和发展不是由某些领袖人物的判断和价值取向决定的，而是最终由生产力所决定的。

承认非公有制经济中资本的贡献

我们认为资本是有贡献的，因而既要按劳分配，还要按资分配。不过，对于这个要点的论述，不再是以价值的创造开始分析，而是以财富的创造为起点，提出创造社会财富的力量包括各种生产要素，有劳动，有资本，有管理，有技术，资本也是创造社会财富的一种重要因素。各种生产要素都创造了社会财富，因而当然要按照各种要素的贡献分配社会财富。这里需要强调的是，我们讲按资分配，是指资本有贡献，按照资本的贡献分配。总之，基于资本在社会财富创造中的贡献，我们提出了按资分配的问题。也就是说，经济生活中不仅仅是按劳分配，还有按资分配的问题。我们承认按资分配，就等于承认了资本，承认了非公有制中的资本在社会财富创造中的作用和地位，我们应该看到，非公有制经济的资本不仅创造了应归自己所有的资本的收入，而且同时也为人们创造了就业机会，为政府创造了税收，为社会创造了产品和服务，如果再考虑到有的资本所有者把资本的一些收入捐献给社会，那么资本实际上还在为社会创造着福利，因而不能随意将非公有制经济划入剥削范畴。如果将非公有制经济界定为剥削经济，那么非公有制经济就不可能拥有完整的法律地位，而非公有制经济也就难以真正快速地发展。

承认非公有制经济中的各种劳动

劳动有4种，有体力劳动，有脑力劳动，有简单劳动，有复杂劳动，这些劳动都很重要，因而我们现在承认各种劳动。不过，这些劳动哪一种更值钱？对于这个问题，我们把评价劳动重要性的标准做了一个重新界定。原来我们评价劳动的时候，也就是评价哪一种劳动更值钱的时候，我们的评价标准是体力劳动，甚至认为只有出大力、流大汗的劳动才是劳动，因而不承认脑力劳动是劳动，所以总是要改造知识分子，非要把工程师赶到车间里抡大锤。认为抡大锤才是劳动，而实验室里的研究不是劳动。正是因为我们以体力劳动为评价劳动的标准，因而提出来一些原则，比如收入分配向一线工人倾斜。其实这些在现代化生产条件下都是错的，按市场经济来看这些都不对。为什么要向一线工人倾斜？因为体力劳动最重要，所以要向体力劳动倾斜。但在现在的条件下，企业都是哑铃式的，即两头大中间小，也就是新技术研究重要，市场开拓重要，制造已经是一个并不占主导地位的环节，怎么向一线工人倾斜？因此，现在我们明确提出评价劳动的标准不是体力劳动而是市场，就是说市场的供求关系决定哪一种劳动值钱，哪一种劳动不值钱。具体来说，就是劳动的短缺程度决定哪一种劳动值钱，哪一种劳动不值钱，即：哪一种劳动越短缺，哪一种劳动就越值钱。评价劳动的标准不再是体力劳动，而是由市场来评价，也就是由劳动的短缺程度来评价。

承认非公有制经济中的各种合法收入

在这方面，我们主要是调整了评价收入的标准。过去我们评价收入的标准是劳动，认为劳动最光荣，强调劳动致富的问题。现在我们评价收入的标准不再是劳动，而是法律。所有合法的收入，我们都承认，因此既承认劳动收入，又承认合法的非劳动收入。我们是第一次公开承认合法的非劳动收入问题。对于非公有制经济，仅仅用劳动是不能说明收入问题的，因为在非公有制经济中，风险、机遇等都会影响收入，仅仅用劳动是讲不清楚的。所以评价收入的标准不再是劳动，而是法律。也就是说，所有合法的收入我们都承认，既承认合法的劳动收入，又承认合法的非劳动收入，只有这样才能解释非公有制经济的许多问题。这也是一个很重要的点。因为在市场经济条件下，有些风险的选择，甚至机遇的获得都会在很大程度上影响收入，仅仅用劳动这个要素是说不清的。所以我们评价收入的标准是法律。

非公有制经济要有充分的要素获取市场

非公有制经济创造社会财富需要有各种生产要素，因而非公有制经济必须同任何社会经济成分一样，能够顺利获得各种生产要素，包括土地、劳动力、技术、资金等，这就要求我们应该全面地向非公有制经济开放要素市场。

全方位向非公有制经济放开投资领域

市场经济的内在规律就是以效率配置资源，任何高效的资源都可以选择自己的投资经营范围，在竞争中求得发展。但是我们过去却是按照是否为非公有制经济来确定投资经营范围，规定有些领域只能由公有制经济来投资经营，而不允许非公有制经济投资经营，因而严重阻碍了非公有制经济和国民经济的发展。后来明确指出应该充分放开所有投资经营领域，允许非公有制经济充分发挥自己的作用。应该说，这是我们在非公有制经济理论与实践上的又一重大突破，对于非公有制经济及国民经济的发展将起到不可估量的作用。

承认非公有制经济的政治和法律地位

传统社会主义经济理论根本否认非公有制经济的所有者与经营者应有的法律和社会政治地位，改革开放后我们虽然强调要发挥非公有制经济的作用，但对非公有制经济的所有者与经营者的法律及社会政治地位并未清晰地加以界定，并未公开承认他们也是社会主义经济的建设者，似乎他们只能有经济地位而不能拥有完整的社会政治地位，例如，即使是他们中的优秀分子，也同样不能加入共产党，因为他们是有产者。党的十六大报告在这方面进行了伟大的创新，明确指出财产的拥有量并不决定人的政治觉悟和思想品德，关键是要看财产是如何获得和使用的，因而非公有制经济的所有者和经营者也是社会主义经济的建设者，他们中的优秀分子也可以加入共产党。可以说，党的十六大报告真正使非公有制经济的所有者和经营者获得了完整的法律和社会政治地位。传统社会主义经济理论把个人所拥有的财产数量作为判断一个人的政治觉悟和思想品德的标准，似乎只有无产者才拥有政治觉悟和高尚的思想品德，

甚至得出了穷则光荣，越穷越光荣的极左教条，把斗争富人和防止人们富有的阶级斗争作为社会活动的中心内容和一切活动的“纲”，因而为我国的经济建设带来了无法估量的灾难。党的十六大报告在深刻地总结这一教训的基础上，彻底抛弃了这套极左理论，不再把财富的拥有量作为评价人的政治觉悟和思想品德的标准，而是强调把人们对社会发展的贡献作为评价人的政治觉悟和思想品德的标准，提出了对社会经济发展有贡献的所有的人，都是社会主义经济建设者的英明论断，这就从根本上杜绝了极“左”思潮产生的温床。

承认非公有制经济的社会地位

所谓非公有制经济的社会地位，就是在价值理念上承认非公有制经济。就需要调整人们的一些价值理念。比如为富不仁的思想，私有是万恶之源的提法，可不能再多了。劫富济贫的思想，也不能再多了。仇富心理，当然更不能再多了。如果老讲为富不仁，私有是万恶之源，劫富济贫，非常仇富，那么非公有制经济就难以发展。仇富心理一定要调整，如果不调整，非公有制经济的发展是很艰难的，我们要认真对待和讨论这个问题。因此，我们不宜不加分析地宣扬平均主义公平理念，我们应该认识到，正确的公平理念主要是强调机会的公平，竞争过程的公平，而不是结果的公平，即平均主义的公平。在现实生活中，人们之间的能力差别是很大的，这种能力差别必然会引起人们财富的差别，但是人类的理想又是要实现人人都应该一样的均贫富大同社会，因而人类本身就是一个矛盾体。对于人类的这种矛盾，我们应该追求共同的富有，但是我们应该承认财产上的差别，尤其是不能有仇富心理。

非公有制经济需要在发展中不断提升自我

我们应该为非公有制经济创造良好的外部环境，但是非公有制经济在发展中也要自我提升和完善。我国非公有制经济在发展中的有些问题，并不是因为外部环境引起的，而是由于非公有制经济内部的某些内在原因造成的。因此，党的十六大报告在强调为非公有制经济创造良好环境的同时，也为非公有制经济的自我提升和完善提出了要求和方向。我认为，非公有制经济理论的重要组成部分，是非公有制经济如何提升和完善自己，我们不能忽视对非公有制经济理论方面的研究。也就是

说，我们不能只强调如何为非公有制经济的发展创造良好环境，而是必须要看到非公有制经济内在的不足及矛盾，并研究和解决这些内在不足与矛盾的办法及措施，从而有效促进非公有制经济的自我提升与完善。如何解决非公有制经济发展中的外部环境问题，与如何解决非公有制经济在发展中的内部问题，是非公有制经济理论不可缺少的两大重要构成部分，缺一不可，因此，我们应注重探讨非公有制经济不断自我提升的问题。其中包括：一是拥有财富不能无视法律，二是拥有财富不能无视公德，三是拥有财富不能无视责任，四是拥有财富不能无视学习，五是拥有财富不能无视人权。

推动法治社会的形成与完善

经过40余年的改革开放，中国人在解决温饱问题而且逐渐富有之后，必然最渴望的是社会的公平公正，而社会的公平公正只有依靠法治社会才能实现。因此，富起来必然要求法治社会建立起来。同时，我们要从富起来变为强起来，更需要法治社会的形成与完善。由此可见，中国改革开放再启航的重要任务，是法治社会的建立与完善，坚持法治化方向，是中国改革开放再启航的重要方向。

如何建立法治社会？要点有三。

法治社会首先表现为契约社会

所谓契约社会，就是人们所形成共识的并以此为自身行为准则的共同规则，都是人们的共同意愿和自身意志的体现，社会契约有各种形式，其最高形式是法律体系。因此，作为社会契约的最高形式的法律体系，也应当是人们共同认可的结果，其形成过程和内容，都是以民主方式为基础的。正因为如此，人们经常将法治社会和民主相联系，甚至称之为民主法治社会。可以说，没有民主，就没有法治社会，法律的形成过程和内容反映了民意，体现了民主，是人们的共同认可。当然，这种共同认可并不是指人人都认同，而是指社会大多数成员都认可。因此，从这一点上讲，法律实际上是民主的产物，是公众认可的并以民主方式选择的社会公共契约，即人人都必须遵守的社会契约。在社会中，法律与民主内在结合在一起，形成了契约社会，也就是人们所讲的法治社会。

民主的最高形式是一人一票的投票制度，民主的最高原则是少数服从多数。以这种民主方式形成的人们的共识，就是社会契约，其最高表现形式为法律体系。正因为如此，所以从这一点上讲，民主似乎也不“公平”，因为它要求少数服从多数，并不承认少数人的意愿，这也表明了绝对个性自由的公平实际上是不存在的。由此可见，法律作为公众认可的共同规则，即社会契约，其形成方式必须以民主为基础，在民主程序的

认可下形成，这是法治社会的首要特征。如果法律只是某些个人意志或少数人的意见，那么这种法律就不是法治社会的范畴，而是“皇权”的标志，是封建特权的产物。如前所述，封建社会虽然也有法律，但它不是法治社会，因为封建社会的法律仅仅是统治者的个人意志，而并不是人民的共识。因此，不能认为有法律就是法治社会，关键是法律如何形成，体现了谁的意志。可以说，法治社会的首要特点和标志，就是法律的形成是大多数人的共识，其形成过程是以民主方式为基础的，是以民主程序为准则的，体现了人民的意志和要求。

但是，在法治社会中，对法律的形成不能搞“泛民主化”，也就是不能将人们的所有行为规则的形成，以及这些规则的内容，都以民主方式来决定，因为，有些人必须遵守的共同规则，也就是社会契约，并不是由民主方式决定的，而是人性本身的反映和要求。也就是说，由人性本身所决定的社会契约，是“天然”存在的，并不需要由民主的方式来确定，而且，不仅不能以民主方式来决定，尤其是不能由一人一票的少数服从多数的民主方式来决定，而是民主方式必须体现和尊重它。这种情况，就是人们所说的，人类本身的内在规律必然要赋予法律本身的“特权”，要求法律必须体现和反映它，或者说，法律必须要尊重和认同人类社会的内在要求。法律必须反映和体现的人类社会的内在要求是什么？这种内在要求有3个要点。

1.尊重人权。

也就是说，任何人一出生就必须享有人权，这种人权并不是法律赋予人类社会的，而是人类社会赋予法律的，法律必须体现人权的意志和要求，法律必须要保障人权。如果法律不体现人权和保障人权，甚至无视某些人的人权，那么轻者说它是侵犯人权，重者说它犯了反人类罪，因而无论这种法律是以民主方式而形成的大多数人的共识，还是某些人的自身行为，都是有悖于法治社会的。正是因为尊重人权是具有“天然性”的人类社会的必然要求，因而尊重人权并不由法律来决定，而是人类社会赋予法律的任务和职能，法律必须要反映人权要求和保障人权。从这点上讲，尊重人权是“超法律的”，是法律不能改变和破坏的，法律必须要遵守和保障人权。例如，当一个人已无法通过自身努力而获得生存条件时，社会就必须要救助，并且要在法律体系上真正体现救助，这是人权所赋予法律的责任和职能，而不是由法律来决定要不要救助，法律所能决定的，是如何更好地救助，以何种有效方式救助，而不能决定要

不要救助。因此，从这一点上讲，人权要求决定了法律体系，人权赋予了法律的责任和义务，而不是相反。

2.尊重财产。

也就是说，任何人和机构，甚至包括国家，也不能随便剥夺某些个人或者某个群体的合法财产，合法财产是不能被侵犯的。而且，任何财产都具有平等性权利，没有一种财产超过一种财产的说法，例如可以讲国家利益高于个人利益，但不能讲国有财产高于个人财产，财产面前一律平等。尊重财产是人类社会的内在要求，是人类社会赋予法律的责任和义务，法律必须尊重和保障人们的财产，这是法律的核心内容。也就是说，不是法律规定并要求人们必须尊重财产，而是人类社会和财产本身要求法律必须体现和反映尊重财产的要求，要求法律必须平等地保护各种合法财产。因此，对合法财产的保护，是法律的天然职责和功能，任何人都不能通过一人一票的少数服从多数的所谓民主原则，形成剥夺别人合法财产的所谓法律。因为这种法律似乎体现了民主原则，但它却违反了人类社会本身的内在要求，颠倒了人类社会本身的内在要求和法律的应有关系，人类社会的内在要求决定了法律，而不是法律决定人类社会本身的内在要求。因此，从这一点上讲，尊重财产是“超越”任何法律体系的，即法律不能决定剥夺任何人或机构的合法财产，而只能是以维护各类合法财产为己任。为什么法律必须保障合法财产？因为人类社会的实践表明，任何无视甚至随意剥夺别人财产的行为，都会破坏生产力的发展，不利于人类社会的进步。因此，在这里，一人一票的少数服从多数的民主原则是行不通的，民主是不能以法律形式剥夺别人合法财产的，否则，就会出大问题。最近我们给一家民营企业员工发了一个调查问卷，其中有一个问题是，你如何看待你们老板的收入高，如何对待这种高收入？结果是，收到问卷的80%的人的回答竟然是，“因为老板剥削了我们，最公正的方法是平均分掉他们的财产”。试想，在这种情况下，我们要以一人一票的少数服从多数的民主方式来对待这个问题的话，那么“老板”肯定是少数，因而在一人一票的少数服从多数的民主方式下来制定不尊重财产的法律，那么其结果当然是可想而知了。在这种条件下，生产力如何发展？因此，尊重财产是人类社会的内在要求，无论法律是以何种方式形成，是以强制的方式还是民主方式，都不能把随便剥夺别人的合法财产作为内容和规则。中国宪法关于平等保护各类合法财产的条文，以及《物权法》的实施，正是体现了法律必须尊重财产

的精神。

3.尊重契约。

所谓尊重契约，就是指法律必须保护当事人在法律基础上的自我选择，一旦人们就某种问题达成了契约，即形成了共同的认可，那么法律就必须保护这种契约。在现代市场经济条件下，人与人之间日益深入的分工协作关系往往都会以交易方式表现出来，而交易方式得以运作的基础和前提就是契约，也就是当事人对这种交易的各个方面都取得了共识和认可，因而都要遵守和共同实现这种契约，法律有责任和义务来确保这种契约的实现和贯彻。尊重契约实际上反映的是社会的信用程度。如果人们都不遵守契约，也就是社会缺乏信用，那么在信用缺失的条件下，社会的经济秩序就一定是混乱的。因此，尊重契约是社会经济秩序的基础和最基本的条件。正因为如此，法治社会的最基本内容之一，就是保护契约、尊重契约。现代人类社会中的每个个体的自由选择，都必须以尊重当事人的利益和以当事人的认可为前提，因而人与人之间实际上是一种利益的互换，即人们常说的交易，交易实际上是以双赢为基础的，是当事人的自愿选择，这种自愿选择的交易表现为契约，因而任何法律必须保护和尊重这种交易，也就是保护和尊重契约。也就是说，法治社会中的民主和法律，必须以尊重契约为基础。法律要保护契约，而且一人一票的少数服从多数的民主，也不能否认契约，而是必须尊重契约。契约是以人性即人的自由选择及人们的共同认可为基础的，因而法治社会必须把尊重契约作为核心内容，法律和民主都不能不尊重甚至破坏契约。人类社会进步的重要标志是个性的自我选择程度越来越宽泛，而这种个性的自我选择又以当事人的共同认可即契约为基础，所以法律必须反映这种社会进步，尊重契约等于尊重个性的自我选择，尊重社会进步。因此，法律应以尊重契约为基础。

上述3点分析表明，法治社会的核心是尊重人权、尊重财产、尊重契约。因此，法律必须保护人权、保护财产、保护契约，而且作为法律形成基础的民主，也必须尊重人权、尊重财产、尊重契约，不能以一人一票和少数服从多数的民主方式损害人权、侵犯财产、破坏契约，而必须以尊重人权、尊重财产、尊重契约为责任和义务。正是从这种意义上讲，尊重人权、尊重财产、尊重契约，是法律和民主的任务和目标，是法治社会的核心问题，任何法律和民主，都不能危及人权、财产、契约，而要将尊重人权、尊重财产、尊重契约为己任，这也是我们判断法

律和民主状况的标准，当然也是评价法治社会状况的度量标准。也就是说，任何法律及民主的选择，都必须以尊重人权、尊重财产、尊重契约为前提，否则，它将是对人类的反动。

法治社会的基础是法律面前人人平等

所谓法律面前人人平等，就是指法律一旦实施，任何人或机构，包括政府机构，都必须遵守法律，依法办事。如果完善的法律体系没有贯彻法律面前人人平等的原则，那么法律体系越完善，就距法治社会越远，因为它在破坏着法治社会的根本。因此，从这一点上讲，法律面前人人平等，是法治社会的基础，我们在现实中必须坚持这个原则。就我国的现实情况来看，虽然法律面前人人平等原则的实现涉及多方面问题，但有4种关系必须处理好。

1.强势利益集团和法律的关系。

在多元化利益主体存在的社会里，利益集团的存在是必然的，但是任何利益集团都必须遵守法律，任何利益集团都不能超越于法律之上，尤其是强势利益集团。强势利益集团既包括拥有较强财富力量的集团，也包括拥有某种垄断地位或话语权的集团，例如媒体等。强势利益集团往往会利用自己某些方面的力量，影响法律公正，为自身利益服务，因而法律面前人人平等的原则的贯彻，一定要将防范强势利益集团危及法律公正作为重要任务，加大对这方面的执法情况的监督，其中最主要的是提高执法情况的透明度，实现信息对称。因为强势利益集团影响法律公正的手段往往是“暗箱”操作，所以只有增强透明度，才能防范强势利益集团对法律公正性的影响。在多元利益主体存在的条件下，各个利益阶层及利益集团寻找自身利益和保护自身利益是很正常的，正是因为它们各自寻求和保护自身利益，才形成了一种利益上的均衡和相互制衡，这种均衡和相互制衡就是和谐，但问题是所有这些行为都必须以遵守法律为前提，任何人都不能超越和不遵守法律，尤其是对于强势集团来讲，更应如此。

2.行政权力和法律的关系。

行政权力往往拥有无视法律甚至破坏法律的某些“天然优势”，尤其

是在我国这样一个“官本位”极强的国家，这种“天然优势”就更加强大。因此，要坚持法律面前人人平等的原则，就必须加大对行政权力的约束。在我国的违法事件中，行政违法的比例很高。而且这种行政违法往往打着“合法”的幌子，以“经济发展”和所谓“民意”为理由。最近看到一篇报道，说某个地方官员公开讲：“别老是用法律压人，如果什么都按法律办，那什么事都干不成，经济怎么发展，老百姓怎么富有？”这种无视法律的“法盲”，之所以敢公开这样讲，就是因为我们对行政以法为本的原则坚持得不够，对行政权力的法律约束不够。现在人们对行政不作为较为关注，有各种考核指标，但对行政不依法关注不够，甚至对那些违法性的所谓“有利于经济增长”的行为，能够容忍，甚至赞扬，似乎只要能带来GDP的增长，违法也是可以的。当然，这里也有一个法律是否合理的问题，尤其是在我们这样一个转型国家，这类问题比较突出，例如原来我国宪法明文写着我国实行计划经济原则，因而我们在未修改宪法前所搞的市场经济的改革探索，似乎也有违法之嫌，但这种情况总体是少数，而且这种情况不属于行政违法问题，而是人们在实践中对不合理法律的校正。正因如此，我们认为在我国防范行政违法是个复杂的问题，需要我们下大力气解决。我们应该看到，大量的行政违法，其背后都是为了某些个人利益和某些利益相关集团的私利，其结果必然是破坏社会的公平正义，因而必须严格查处。

3.党和法律的关系。

这里讲的党与法律的关系，是指作为我国执行党的共产党与法律的关系。共产党领导全国人民建立了新中国，因而似乎作为执政党的共产党就可以凌驾于法律之上，实际上共产党作为执政党，照样不能超越法律，必须遵守法律。以党代法，把党置于法律之上，是我们党过去犯错误的重要原因。因此，问题并不在于是否是一党执政，关键是要处理好党与法律的关系，也就是党绝对不能凌驾于法律之上，不能以党代法，因而作为执政党的共产党，也要在法律的框架下活动，依法办事。

4.弱势群体和法律的关系。

弱势群体并没有任何影响法律的力量，因而似乎探讨弱势群体和法律的关系是个奇怪的问题。其实不然，在我国，由于各种原因，弱势群体也会以违法的形式将自己凌驾于法律之上，不遵守法律，例如大街上乱摆摊的小商小贩，以及行乞的人，往往不遵守有关法律，和执法部门

搞猫捉老鼠的“游戏”。我国是具有“流氓无产者”的社会基础的，“要钱没有，要命一条，我是无产者我怕谁”的观念甚强，因而有人经常以此种方式无视法律，因为穷而将自己凌驾于法律之上。尤其在我国目前公众浮躁心理极重的条件下，这种情况更为严重。因此，法律既要将保护弱势阶层作为重要任务，也要宣传法律面前人人平等的原则，任何人都不能以各种理由无视法律。穷并不可怕，我们会想办法使人们走向共同富裕，不能因为穷而无视法律，甚至超越法律。

法治社会的关键是司法公正

司法公正既是法治社会的重要内容和原则，也是法治社会能否实现的基础和关键。因为，所有法律最终都是要通过司法机构来监督实现和贯彻的。如果出现了司法不公正，甚至出现司法腐败，那么任何公正和完善的法律都会失效，因而法治社会就是一句空话。尤其是在这种条件下，法律不仅不可能实现，还会成为某些人或机构的“帮凶”。因此，我们要建立法治社会，就必须要实现司法公正。如何实现司法公正？虽然涉及很多方面的问题，但我认为，就我国目前的状况来看，关键是要做到以下几点。

第一，司法独立。

司法独立不是指司法机构独断专行，其行为不受任何约束，“无法无天”，而是指司法机构以法律为本，将法律作为自己的行为准则和方向，法律至上，“以法为天，唯法为大”。也就是说，司法机构不能成为某些人或机构手中的工具，司法机构只效忠于法律，而并不听从任何超越法律的人或机构的摆布。因此，从这一点上讲，司法独立是司法公正的前提，如果司法机构不能独立地按照规定而执法，那么肯定就谈不到司法公正。在这个问题上，我们要处理好党管司法的问题。我认为，党管司法必须以法律为准绳，党不能超越或取代法律，因而党管司法的准则就是党的意图和行为不能取代司法机构，司法机构应依法办事，而不是以党的意志办事。因此，司法机构的行为准则是法律，而不是党的指示或命令。法律至上是司法机构的行为准则和灵魂，党管司法不能影响或干预法律至上这个司法原则。我国司法不公正的一个重要原因，就是司法机构往往不能依法独立办案，因而我们在党管司法和党管干部的问题上，要以保证司法独立为前提。

第二，司法监督。

所谓司法监督，是指对司法机构及其执法过程和结果的监督。司法公正的实现，有赖于对司法机构的有效监督。可以说，没有良好的司法监督，就不可能有司法公正。司法监督首先涉及的是司法机构的内部监督，例如公安、检察院和法院之间的相互约束和监督，因此，我们应该构建良好的司法机构内部的监督，在这方面，世界各国已有许多好的经验供我们借鉴。但是，司法监督的关键还在于对司法机构的外部监督。外部监督既包括立法机构及政府对司法机构的监督，也包括民众对司法机构的监督。立法机构及政府机构对司法机构的监督是很重要的，因而我们必须进一步完善人大及政府等机构对司法机构的监督。不过，我们不能忽视民众对司法机构的监督，要从有效性和有序化上为民众监督司法机构提供更多的路径和方式。当然，上述的各种司法监督都需要有一个重要的前提条件，这就是司法机构运作和司法过程的高度透明性，也就是要使各种监督都能实现信息对称，因为各种监督失效和骗人，都发生在信息不对称的时候，因而我们必须提高司法机构运作过程和执法情况的透明度，让人们随时掌握司法机构的所有信息。公平公正的前提是公平，没有公开就没有公平公正，因而只有在信息高度透明的条件下，所有监督才是有效的。因此，我们必须提高所有执法行为的透明度，为司法监督提供良好的基础。

第三，司法效率。

司法效率是指司法机构必须高效率执法，随时维护法律的尊严和保护法律的实施。司法如果无效率，那么法治社会就是一句空话。因此，司法效率也是司法公正的重要内容。司法无效率，实际上就是司法不作为，司法不作为，就其结果来说，实际上同非法治社会没有什么两样，因为它们都是会影响社会公平正义的，因而谈不到司法公正。如何实现司法有效率？当然首先是要构建一套有效的奖惩分明的司法机构管理制度，形成优秀的司法队伍。在司法队伍的构建及其内部管理体制的建立上，全世界各国都有许多经验可以借鉴。不过，司法效率也有赖于监督体制的完善，包括对司法效率的考核目标体系的建立及评价标准的设置等。总之，我们应该从各个方面形成高效率司法体制，从而使司法管理现代化，确保司法机构高效运转，实现效率意义上的司法公正。当然，司法效率是建立在执法的准确性上的，首先要确保执法的准确性，如果“冤案”和“假案”太多，那么司法越是有效率，就越会破坏司法公正，

因而提高执法准确率，是实现司法效率的前提和保证，我们必须要确保执法的准确性，将司法效率建立在执法准确性的基础上，实现真正的司法效率。

坚持市场决定论的改革

中国改革开放取得巨大成效的一个根本性原因，就是我们自1992年邓小平南方谈话开始坚定不移地推进市场经济改革方向。因此，改革开放再启航，必须要继续坚持市场改革方向，市场化是改革开放之本。

改革只有开始日，没有结束时，但在不同历史时期，改革是有其自身特点的，也就是改革是分为不同历史阶段的。中国改革目前已进入一个新阶段。这个阶段的主要特征，就是用市场在资源配置中起决定性作用这个总体原则改革整个经济体系。或者说，是用市场决定论改革整个经济体系，市场决定论贯穿于改革的全过程，市场决定论是一条红线。

我们对市场作用的认识经过了一个曲折的过程。自新中国成立到中共十一届三中全会之前，我们将市场视作洪水猛兽，一直要取消市场，实行所谓的计划经济。中共十一届三中全会之后，虽然不得不承认市场的作用，但只是有限地承认市场的作用，仍然将计划经济作为主体，只允许市场发挥所谓的补充和协助作用。1992年邓小平南方谈话之后，我们终于开始承认市场经济，开始承认市场的应有作用，先后提出了推进市场化改革，要让市场在资源配置中起基础性作用，但这些提法还没有完全承认市场的真正作用，实际上是有保留地承认市场的作用。其结果是形成了政府主导型经济体系。在政府主导型经济体系条件下，虽然市场也起了作用，但政府控制了五大社会资源：控制了货币资源，央行及商业银行都是国家的；控制了自然资源，从天上到地下都由国家控制；控制了物质资源，从能源到原材料都是国家的；控制了物流资源，从民航到铁路，几乎所有的交通运输都是国家的；控制了信息资源，从电信到邮政等都是国家的。在这种政府主导型经济体系下，必然产生两个弊端：一是低效率，但低效率又要求高速发展，其结果必然依赖银行，给银行带来大量呆账坏账，最终会引发系统性风险即金融风险；二是贪腐很严重，引起公众不满，必然会引发社会风险。因此政府主导的经济增长方式是不可取的。

现在，我们终于承认了市场在资源配置中的决定性作用，用市场决定论来改革我们的经济体系，将形成真正的市场经济体系和市场决定性

经济增长方式。市场决定论的核心内容是将私权交给个人，公众有效约束公权。这样既能使经济充满活力，又能使经济反映公平公正的原则，形成充满活力且有序的经济体系。

根据市场决定论改革经济体系，大致上涉及下面6个方面的内容。

完善基本经济制度

市场在资源配置中起决定性作用的条件下，社会基本经济制度也要反映市场起决定作用的要求，从而使基本经济制度发生变革，成为反映市场起决定性作用的基本经济制度。从这一点出发，基本经济制度的变革有4个要点。

1.公有经济与非公有经济实现彻底的平等性。

公有经济与非公有经济的彻底平等性在于：公有经济与非公有经济都是社会主义市场经济的重要组成部分，公有经济与非公有经济都是中国经济发展的重要基础。正因为公有经济与非公有经济这两个经济成分“都是”“重要组成部分与重要基础”，所以应该彻底平等。

彻底平等是5个方面的平等性：政治、法律、资源配置、投资经营、竞争环境。但是现在恰恰是这些方面不平等。正因为这些方面的不平等，在项目获取上，使有的非公有经济主体对政府的一些人不得不行贿，结果导致行贿罪；正因为这些方面的不平等，所以有的非公有经济主体为获取资金而不得不搞集资，稍有不慎，就是非法集资罪；正因为不平等，所以有的非公有经济主体不得不采取手段保护自己，稍有不当，就是涉黑罪。犯罪者有自身的问题，但确有体制不平等方面的原因。

如何实现上述5个平等，有两大举措：一是思想观念调整，例如不能笼统地讲私有是万恶之源，不能将非公有经济看成是剥削经济性质，不能将为富不仁当作普遍规律，等等；二是修改法律体系，从宪法、民法、刑法等方面彻底取消歧视甚至打击非公有经济的所有条文，确保非公有经济法律上的真正平等。

2.平等保护产权。

“公有经济产权不能侵犯，非公有经济产权同样不能侵犯。”从我国的实践看，虽然企业与企业之间、个人与个人之间、企业与个人之间，也存在相互侵犯产权的问题，但我国侵犯产权的主要危险来自公共权力体系对企业及个人产权的侵犯，例如现在上访问题集中在城市拆迁、农村征地这两个方面，这说明侵犯产权的危险主要来自公共权力部门。公共权力体系包括：行政权力体系和司法权力体系。

如何防止公共权力体系侵犯产权？一是，没有司法权力的行政机构不能查封企业及个人财产，因为财产权属于司法权范畴，没有司法权的行政机构无此权力。二是，司法机构也不能随便查封企业与个人财产，要以立案为依据，这可以有效限制司法权越权，司法机构侵权更具有危害性。三是，实行司法与行政权力的分离与独立，保证独立审判，这对于地方政府越法保护区域性产权是有意义的。

3.实行混合经济。

混合经济是各种经济成分的融合，因而应鼓励国有资本控股的混合经济，同样鼓励非公有经济控股的混合经济。

混合经济的优越性在于：各种经济成分有良好的互补作用与相互竞争作用，可以共同发展，共同提高，有协同的“红利”。

混合经济的作用有二：一是它是现代企业制度的基础，没有混合经济，就不可能有良好的现代企业制度；二是它是人民共富的平台，没有混合经济，公众不可能获得应有的财产性收入。

4.改革国有企业。

市场在资源配置中起决定性作用的条件下，国有企业只能作为市场调节资源的补充存在，而且国有企业必须被市场化，反映市场的要求。从这一点出发，国有企业改革有5个要点。

一是，国有企业将主要以投资公司的形态存在，不再是具体的生产经营公司。

二是，国有资本的投资重点是公益性事业，应放弃竞争性行业。

三是，国有企业表现为混合经济，基本不再是独资公司。

四是，全民共享国有资本的红利：上缴资本收益的30%，并划拨部分国有股权到社会保障账户。

五是，国有资本经营的高管选择日益走向市场化，而且企业体制市场化，不再是行政性体制。

上述关于用市场决定论完善基本经济制度的4个要点，从总体趋向上看，是以放活民营经济与社会资本为核心。

对于上述改革，人们基本上是认同的，但也有人提出为什么不改革公有制为主，多种经济成分并存的提法。甚至有人认为这个提法不改，就不可能让市场在资源配置中起决定性作用。也有人认为十八届三中全会的决定的前后表述是矛盾的，这说明我们还没有抛弃某些意识形态的束缚，应该进一步推进理论创新。

改革政府体制

市场在资源配置中起决定性作用，是与政府主导型经济体系相对立的。因而此次改革的目标是改革政府主导型经济体系。

如何改？根据目前政府权力过大过重的状况，当然主要路径是简政放权。

要向3个方面放权。

1.向社会放权。

首先成立慈善类、科技类、商企类、社区类等民间组织，向民间组织放权，向民间组织放权就是向社会放权。许多社会活动由民间组织来完成，要比政府更有效率和更节约资源，政府要彻底退出。

2.向市场放权。

凡是市场能解决的，都由市场来调节，如资格认证、企业评选、名牌评定、企业上市等都应由市场决定。市场在这些方面比政府更有效率，政府不宜再介入了。

3.向企业放权。

有5个要点。

（**1**）政府不再是资源配置的主体。

就是政府涉及的资源配置，要在方式上走向市场化，即采取拍卖、招标、采购的方式。这对反腐败极有意义。

（**2**）政府不再是经济建设的中心。

经济建设的中心是企业，政府是社会公共管理主体，作为公共管理主体的职责是：稳定宏观经济，提供公共服务、保障民生、维护竞争的公平公正秩序。

（**3**）政府不再实行审批制。

政府要走向备案制，政府只负责公布准入条件与负面清单，选择权将交给企业，政府重在监督。

（**4**）政府将企业体制选择权与投资经营权彻底交给企业。

举例来说，工商登记要从资本金实缴制转向认缴制，年审制转向年报制等。例如投资经营权要交给企业，如果政府过度干预，反而会出问题，像政府干预过多的钢铁、水泥、光伏等就出现产能过剩严重的问题，而干预较少的机电、纺织等则产能过剩压力小。

（**5**）政府与企业都是建立在法律基础上的两大社会组织。

企业依法经营，政府依法管理，政企之间没有上下级领导关系，而是一种“博弈”的关系。企业可以依法起诉政府，政府也可以依法起诉企业。

改革金融体制

金融体制本来就是市场配置资源的载体，但我们都将其行政化，甚至成为垄断部门。因而必须改革，让其回归商务服务业，为实体经济服务。金融体制改革主要包括以下几点。

第一，利率市场化。

利率就是资金价格。应该由市场决定，因而应彻底取消对利率波动的限制。

第二，汇率市场化。

汇率本来就是外汇的价格，应该由外汇的供求关系决定，不应由政府决定。

第三，资本项目下的人民币可以自由兑换。

人民币在资本项目下的可自由兑换是市场配置资源的应有之义，没有人民币在资本项目下可自由兑换，就不可能真正实现市场在资源配置中起的决定性作用。

第四，支持发起形成中小型民营银行。

这是金融体制回归市场的应有之义，是反行政化与垄断的重要举措。

第五，发展多层次资本市场，上市由审核制走向注册制。

没有此项改革，就没有真正的市场起决定性作用的资本市场体制。目前资本市场的各种弊端，均来自审核制，只有在注册制条件下，资本市场才能真正让投资者说了算，形成有效而且公平的资本市场。

对于上述金融改革问题，公众的反应是积极的，但对没有强调央行独立性有不同看法，因而应该讨论央行独立性的意义及方向。

改革财税体制

财税体制既反映国家治理的能力与方式，也反映公众能否成为中等阶层的问题，因而要让市场在资源配置中起决定性作用，不能不改革财税体制。财税体制包括税收制度与预算制度。

第一，税制改革的6个要点。

1.提高直接税比例。

降低间接税比例，将高污染、高消耗、部分高档消费品纳入消费税。直接税是收入性税收，有收入才缴税，包括企业所得税和个人所得税等，而间接税是行为税，发生行为就要缴税，包括增值税及消费税等。提高直接税比例对企业及个人均为利好。

2.实行综合所得税与专项所得税相结合的所得税制度。

这种税制既有利于税源的稳定，又有利于调动人们的积蓄与投资的积极性。

3.稳定税赋。

供给学派的重要内容就是减轻税赋，最起码要稳定税赋。这对于调动企业及个人积极性有好处。

4.税收与经济增长不能直接挂钩。

税收应与事权挂钩，不能因为增长而多收税，这不利于调动企业与个人的积极性，而且鞭打快牛，不公平。

5.重新确定个税起征点。

扣除赡养、抚养、保障最基本生活条件的费用。这对经济发展与社会稳定都有好处。

6.房地产税立法与适时改革。

改革的方向是不能增加普遍公众的税收负担，要选择好方向与税率。

第二，预算体制改革的3个要点。

1.建立全面且公开透明的预算体制。

这是解决预算外问题和消除腐败的关键。

2.建立事权与财权相对立的预算体制。

这是消除地方政府乱象的基础。地方政府为什么盲目卖地和搞所谓的临时工体制，并经常以罚代管，就是因为事权与财权不对称，事权大，而财权太小。

3.预算平衡要向财政支出倾斜。

这是消除收过头税的体制基础。地方为什么收过头税，就是因为预算不平衡，出现赤字时，向收入倾斜，通过增加收入而实现预算平衡。

推进城乡一体化

市场在资源配置中起决定作用的条件下，市场必然会冲破城乡分割，要求城乡一体化，因而城乡一体化是市场在资源配置起决定性作用的应有之意。没有城乡一体化，就不可能实现市场在资源配置中起决定性作用。

城乡一体化实际上是3个一体化的统一。

第一，城乡民生体系一体化。

城乡民生体系必须一体化，城乡民生体系二元化的恶果是极其严重的。农民工、留守儿童、农民工子弟学校等现象是城乡民生体系不是一体化的产物。现在诸如农民工问题及留守儿童问题等都影响着社会稳定与经济发展。

当然，城乡民生一体化是需要有财力支持的，我们首先解决常住人口的民生体系城乡一体化，解决2.6亿农民工的问题，然后逐步全面推进民生体系城乡一体化，消除城乡在民生体系上的对立。

第二，城乡土地制度一体化。

城乡土地制度一体化的核心是城市国有土地与农村集体所有制土地

的同权同利，让农民拥有财产权。

城乡土地制度一体化的3种不同情况。

1.农业用地的流转、抵押、交易与工商登记。

这涉及农业经营体系的变革，可以从小农生产与大市场的不协调，转向大生产对大市场。现在的问题是交易使用权的期限如何制定，农民不愿意进行长期的流转。

2.农村建设用地的流转、抵押、交易与工商登记。

有3个问题：首先是作为历史问题的“小产权”如何解决；其次是新体制中政府不再作为交易主体，土地财政消失，其负债如何解决；再次是新体制中有关水、电、燃气、道路等公共产品如何解决，过去是政府做一级开发来完成这些工作的。

3.农村宅基地的流转、抵押、交易与工商登记。

现在的问题是谁能买农村宅基地，城里人行不行？如果城里人不能买，那么宅基地价值体现不了，如果可以买，出现农民流离失所怎么办？似乎是个两难的选择。因而土地管理条例如何修改是个大问题。应该让地方政府进行试点，然后将经验上升为法律。

第三，户籍制度城乡一体化。

这方面的问题是小城市、中等城市、大城市、特大城市如何适应，因而可能需要探索。率先放开的是小城市，只要有固定住处和固定职业就可以落户。我们在研究中发现，实际上城乡户籍一体化最终是要消除户籍制度。

改革对外开放体系

市场在资源配置中起决定性作用的条件下，市场为追求资源的最佳配置目标，其作用范围往往会超越国界，推动国际分工的形成，需要全领域的对外开放，因而市场配置资源往往与闭关锁国相对立，实际上，

市场在资源配置中起决定作用和实行全面开放体系，是一个问题的两个方面。据此，我国对外开放有3个要点。

第一，从单向对外开放走向双向对外开放。

我国对外开放是由单向开放开始的，即强调扩大出口和吸引外资。为此，我国在出口上长期实行出口低关税并实行退税范围很广泛且退税率很高的出口退税政策，在吸引外资上不惜给外资实行超国民待遇的外资优惠政策。这与我们当时的国情是相适应的：首先，我们当时需要巨大的国际市场以弥补国内购买力的不足，并且我们因为有成本优势可以大规模出口；其次，我国当时是资金短缺国与外汇短缺国，需要外资的进入并带来新的思维与经验。

但是，现在不同了。经过30多年的改革开放，我国已形成了强大的国内市场，并且需要从国外进口资源、技术、民生等相关产品，进口更加有“红利”。同时，我国已从资本短缺国和外汇短缺国转向资本与外汇的相对过剩国，中国需要对外投资的“红利”。因此，需要双向的对外开放。

所谓双向对外开放是在贸易项目与资本项目都要双向，即：不仅要扩大出口，而且更要注重进口，尤其是要进口资源类、技术类、民生类产品，实现贸易平衡；不仅要吸引外资，更要注重对外投资，实现资本项目的平衡。国际收支平衡应该是对开放的重要目标。

第二，企业与个人是对外投资的主体。

市场在资源配置中起作用的条件下，政府当然不是投资的主体，企业与个人才是对外投资的主体，因而应全面开放企业与个人的对外投资，包括绿地投资、证券投资、并购投资、联合投资等。这也是符合中国国情的选择，中国作为人口众多的大国，确实需要加大对外投资，未来将有许多人常年在海外投资与生活，要充分利用国际资源和市场。

第三，加大沿边开放。

沿边开放是对外开放的重要组成部分，中国作为与众多国家接壤的大国，有必要开放沿边城市与港口，实现全方位的开放体系。

沿边开放主要应做到两点。

1.人流与物流实行特殊政策。

在进出签证及海关等方面，要根据不同情况放开不应有的限制，采取与内地不同的政策，形成法治化特殊政策。

2.基础设施的互通与互惠。

只有建立互通互惠的基础设施，才能形成新的丝绸之路、海上丝绸之路、中巴经济带、东南亚陆上经济带等新开放增长点，因而要加强这方面的工作。

（2018年12月1日在清华企业家学者论坛上的讲话录音整理稿。）

第八部分　全球化新趋势与中国开放新阶段

全球化轨迹与中国的选择

改革与开放是推动中国经济快速发展的两大动力，而且改革与开放是相辅相成的，开放带动了改革，改革促进了开放，改革与开放共同带来了中国经济的繁荣与辉煌，因而讨论中国的快速发展，必须要讨论中国的开放。如同改革没有终止日，只有进行时一样，开放也没有终止日，只有进行时，因而我们会随着世界的变化及中国发展的需要不断推进开放。

众所周知，多边主义与全球化，是人类社会发展的必然趋势，人类命运共同体是当今人类社会发展的基础。中国应顺应历史发展的必然趋势，坚持多边主义与全球化方向，并据此提出全方位开放的战略，这对于中国经济发展及世界经济的发展都具有极其重要的意义。

中国走向全方位开放的条件已成熟

我国从闭关锁国的封闭型经济转向开放型经济，是从扩大出口与吸引外资开始的。这种开放的特征是搭别人便车：扩大出口是依托国际市场，吸引外资是依托国际资本，因而这种开放实际上是一种单向性开放。我国当时选择这种开放战略，是有其必然性的。首先，当时中国还很贫困，人们还没有富起来，没有国内市场，不得不依托国际市场，而且中国当时具有强大的成本优势，可以有效利用国际市场；其次，中国当时是资本短缺国，没有经济发展所需要的巨大资本，资本短缺阻滞了中国的发展，因而不得不吸引国际资本，甚至不惜给国际资本各种优惠，实行对外资的优惠政策。

但是经过几十年的改革开放，中国人民已经富起来了，情况发生了

根本性变化：一是中国拥有了巨大的国内市场，富起来的13亿中国人创造了世界上任何国家都无法比拟的巨大市场；二是富起来的中国已经形成了巨大的过剩资本，有着巨大的可用于对外投资的资本。因此，中国已经有条件走向全方位开放：既搭别人便车，也让别人搭我们的便车；不仅强调出口，还要强调入口；不仅强调吸引外资，还要推动中国资本走出去。

中国目前宣布降低国外产品的市场准入条件、降低外来产品关税，在中国上海建立进口贸易博览会与开放中国金融服务业，就是开放市场的重大举措；中国强调与推动“一带一路”，就是推动中国资本走出去的重大举措。中国对外开放实际上已进入一个新的阶段，即全方位开放的阶段。

以国际贸易为特征的全球化或将走到终点

讨论中国的全方位开放，就得讨论全球化的问题。因为中国全方位开放是全球化的重要组成部分与重要推动力。

全球化是人类社会发展的必然趋势，也是人类社会的内在向往与追求。古代因为航海技术及航空技术的不发达的制约，人类社会虽然还难以形成可称之为全球化的经济往来与文化交流，但人类社会还是在艰难地寻找经济交往与文化交流的路径与方式，中国古丝绸之路就是一个典型案例。航海技术及航空技术的发展为人类社会的全球化带来了坚实的物质基础。人类社会开启了全球化路径。

全球化从其特征与内涵来划分，到目前为止，可以分为两次。

第一次全球化是1750—1950年。这次全球化的主导方是欧洲列强，其特征是殖民，以殖民地方式推动全球化，例如亚洲国家几乎都被欧洲列强在不同程度上殖民过。殖民的背后就是暴力与战争，结果是先后引发了两次世界大战。“二战”的结束，就标志着这种以殖民方式为特征的全球化的结束。

第二次全球化从1950年到现在。因为美国是二战的主要战胜国，因而实际上是美国启动了人类社会的第二次全球化。这次全球化的主要特征是国际贸易，以贸易方式推动全球化，像WTO（世界贸易组织）、世

界银行等国际贸易类国际组织都产生于这个时期。

以国际贸易为特征的全球化有效推进了世界的进步与发展。中国是1978年才改革开放的，因而中国实际上是在这次全球化的后半场加入的，全球化有力地推进了中国的发展，例如1997年，也就是20年前，中国的GDP仅仅有7万多亿元人民币，而2017年年底达到82万亿元之多，翻了10余倍；1997年中国外汇储备只有1300多亿美元，而现在达到3万亿美元以上，翻了近30倍；1997年中国人均月收入只有几百元，而现在达到几千元；1997年中国的基础设施相当落后，连高速公路都没有几条，而现在中国的基础设施可以说引领世界，甚至超越发达国家，等等。

但是我们不能不注意到，这种以国际贸易为特征的全球化，实际上也存在着先天性的某些不足，甚至它的一些后果也引起了一些国家及社会阶层对全球化的反对。甚至连发达国家之间都对这种以贸易为特征的全球化出现了意见分歧，就是一个最好的例证。

为什么有些国家及社会阶层反对这种以国际贸易为特征的全球化？因为以国际贸易为特征的全球化，要使所有国家都只有收益而无利益受损，就必须要保证各自的贸易平衡，而实际上这几乎是不可能的。因而各国之间贸易不平衡所引发的问题，导致了一些国家及阶层的利益受损，全球化遭到了一些国家及阶层的反对。就像中美这两个处于不同历史发展阶段的大国，也无法摆脱彼此间严重的贸易赤字。当然，中美之间的美国贸易赤字的形成，原因并不在中方，而是因为美国自20世纪90年代后逐渐转向以信息技术为特征的高新技术产业及以飞机为特征的现代制造业，强调发展创意性产业，逐步退出了一般性制造业，但美国市场是有着巨大一般性制造业产品的需求的，这实际上涉及美国的民生，因而中国一般性制造业产品进入美国市场，满足了美国人民的生活需求，美国应该感谢中国才对，但是这种贸易不平衡确实使美国出现了贸易赤字，赤字的背后当然是就业机会及税收的流失。

这里需要指出的是，以国际贸易为特征的全球化实际上通行的原则是比较优势原则，即每个国家搞自己最有比较优势的产品或产业，然后在交易中共同获得比较利益，但这个原则对于大国似乎是不可能的，因为任何大国的最基本需要无法靠国际力量来满足，因而必然要坚持全产业链原则，这就导致关税战似乎难以避免。

全球配置资源为主的第三次全球化即将形成

中美之间的贸易问题现在成了中美关系的焦点，甚至有些极端人士鼓动美国要与中国打关税战。但是问题产生的原因既不在中方，也不在全球化本身，而是这种以国际贸易为特征的全球化似乎走到了终点，它自身的天然性不足使得它要被一种新型全球化所替代，人类社会将形成第三次全球化。

第三次全球化的特征是全球配置资源。也就是说，资本、劳动、资源、技术、市场等生产要素在全球的配置。全球化将不再主要表现为国际贸易，而是表现为生产要素在全球的配置，甚至连某个微小的产品的形成都是许多国家共同努力的结果，人们以供应链方式联系在了一起。

以全球配置资源为特征的全球化，使得世界各国在就业、税收、资本收益等方面实现了利益共享。例如，汽车玻璃的生产在中国有比较优势，但如果一直在中国生产而出口到美国，那么美国就没有了因为此项生产而产生的就业机会与税收，而中国既有就业机会和税收，还有资本收益，因而美国将会对中国实行很高的关税，这非常不利于全球化。但如果中国企业投资到美国，那么美国就有了税收及就业机会，而中国获得资本收益，这是一种双赢。因此，推动以全球配置资源为特征的全球化，是有利于利益共享的。当然，这要求所有国家都应开放市场及投资领域。美国目前限制中国资本进入美国实际上是不利于利益共享的。

以全球配置资源为特征的全球化，其核心内容是基础设施、互联互通、塑造与维护供应链，不再是关税壁垒、贸易保护之类的过时做法。中国提出全面开放市场与“一带一路”倡议，是对以全球配置资源为特征的全球化的最好贡献。

在全球配置资源的条件下，几乎所有国家都融入世界利益链条之中，命运共同体成为世界的新特征。在命运共同体条件下，所有国家都只能采取开放包容的应对机制，任何以我独大，以自身利益损害别国利益的行为，都会遭到人们的抵制与反对。人类命运共同体导致世界各国利益相连，共享经济成为一种趋势。任何国家只有抛弃传统的旧观念，以积极的态度迎接这种新的全球化，才能发展本国经济并获得丰厚的利益。中国致力于全方位开放，一方面向发展中国家输入基础设施、资本与技术，并使得发展中国家的自然资源得以实现利益最大化，人民有了

巨大的就业机会，国家有了税收；另一方面中国巨大的规模生产能力及市场，使得发达国家的创意经济及各种创新有了落地与实现的机会，中国实际成为新的全球化的“枢纽”，是共享经济的重要推动力量。因此，在新的全球化过程中，中国将扮演重要角色，中国实际上已经进入世界舞台的中央，成为世界经济发展的重要力量。

美国从单边主义出发，反全球化，迫使中国与其打关税战。中国一再宣布，不愿同美国打关税战，但如果美国一意孤行，中国将奉陪到底。关税战的最终结果一定是双输，关税战实际上没有赢家。既然关税战是双输，没有赢家，中国为什么要奉陪到底？除了中国必须要保护自身的应有利益之外，我们打关税战的主要目的，是要维护多边主义，维护全球化的深入发展。全球化的深入发展，是人类社会通向繁荣之路，是构建人类命运共同体的载体与基石。

为了推动全球化的深入发展，中国必将走向全方位开放。什么是全方位开放？我们过去在强调开放时，经常讲到两句话：一个是扩大出口，一个是吸引外资，这种开放实际上是搭别人便车的开放：扩大出口是利用国际市场，吸引外资是利用国际资本，实际上都是搭别人便车。这种开放战略的选择在当时是对的：因为我们当时比较贫穷，没有国内市场，不得不利用国际市场；因为我们当时缺乏资本，不得不利用外资。但是经过几十年的奋斗之后，我们已经有了巨大的国内市场，有了巨大的过剩资本，我们可以走向也让别人搭我们便车的时代了，也就是可以走向全方位开放的时代了：既强调搭别人便车，也强调别人搭我们便车。这实际上是一种双向开放。

双向型的对外开放战略

我国的双向型对外开放战略主要表现在两个方面，一个是在贸易方面，我国将从以往的出口导向转向坚持进口与出口并重，另一个是在投资方面，我国将从引进外资为主转向坚持对外投资与引进外资并重，这两个方面构成了我国双向型对外开放战略的主要内容，使我国在对外开放过程中既利用国际市场和国际资本，也利用国内市场和国内资本，促进生产要素的有效配置和产品、服务的良性流动，从而带动社会经济的快速发展。

贸易项目上坚持进口与出口并重

2014年9月底，国务院常务会议确定加强进口的政策措施，实施积极的进口促进战略，加强技术、产品和服务的进口，扩大国内的有效供给，满足人们生产和生活的需求，同年11月，国务院办公厅发布《关于加强进口的若干意见》，进一步落实加强进口的政策措施，包括鼓励先进技术设备和关键零部件进口、稳定资源性产品进口、合理增加一般消费品进口、大力发展服务贸易进口、进一步优化进口环节管理、进一步提高进口贸易便利化水平、大力发展进口促进平台，以及积极参与多双边合作等8个方面的内容，以市场为导向，着力发挥进口对于创新创业和产业结构优化升级的推动作用。国家外汇管理局统计数据显示，2015年我国国际收支口径的国际货物和服务贸易支出为20048亿美元，同比下降了8.53%，其中货物贸易支出15684亿美元，同比下降13.29%，服务贸易支出4364亿美元，同比上升13.94%，可以看出，我国进口的整体形势有所恶化，这主要是因为国内经济增长速度放缓及国际大宗商品价格波动，但是我国的进口结构有所改善，技术和服务进口所占比重提升，这是进口促进政策导向的作用，所以为进一步加强进口和改善进口结构，必须坚持和完善进口促进战略。

坚持和完善进口促进战略具有重要的意义，首先，更多的高质量的产品和服务涌入国内可以增加人们选择的多样性，并且享受具有更高使用价值的商品，这将提高我国消费者的福利水平；其次，我国经济的发

展对资源的需求越来越大，我国已经成为世界上最大的能源消费国，但是在诸如石油、铁、铜、铝、钾盐等诸多领域自给严重不足，对外依存度处于高位，所以加强进口可以增加资源储备；再次，产品和服务的进口具有技术溢出效应，尤其是那些高新技术类产品和技能性的服务，我国企业可以通过使用、合作、雇佣等方式进行学习和创造，从而提升自己的技术水平和生产效率；另外，通过进口对国外先进的技术、商业模式和管理经验等的学习也有利于创新创业的发展，激发全社会创新创业活力，提高全要素生产率，促进经济增长方式由要素和投资驱动型向创新驱动型转变；最后，产品和服务的进口将会加剧国内市场竞争，从而迫使国内企业改善经营或转型，这有助于产业结构优化升级，促进经济结构调整，推动经济在更高质量的水平上继续发展。

坚持和完善进口促进战略对于我国的消费者、企业甚至宏观经济都有深远影响，那么该如何加强进口和改善进口结构呢，针对于此，我们认为应该做到以下几点：第一，启动国内消费需求，包括居民的个人消费需求和公共消费需求，重点在于提高居民的可支配收入和改革财政体制；第二，积极参与多双边贸易合作，减少贸易壁垒，适度降低进口关税，尤其是那些技术溢出效应明显的产品和服务，甚至可以免税或进行补贴；第三，搭建更为便利的贸易平台，畅通进口渠道，降低进口的交易成本，比如建设更多的保税区、自由贸易区、提高海关运行效率、建设国际化的电子商务平台等，通过这些措施，我国的进口在新常态时期将会获得进一步发展。

在新常态时期，我国实施积极的进口促进战略，但这并不意味着对出口的忽视或者出口变得次要，我国依旧是发展中国家，2014年人均国民总收入达到7400美元，属于中等偏高收入国家行列，但是与发达国家相比还有很大差距，并且有落入“中等收入陷阱”的风险，另外，当前由于人口红利、土地红利逐步消失及经济结构调整，经济下行的压力很大，我国还需要依靠出口来拉动经济增长，也就是说我们在强调进口的同时，必须继续扩大出口，坚持进口与出口并重。我国在下一阶段的出口要注意以下几个方面的问题：第一，要积极开拓出口市场，当前世界经济形势不容乐观，整体增速放缓，下行风险很大，这对于我国的出口势必产生不利影响，在这种情况下，必须积极主动地开拓海外市场，以寻求更多的出口需求，国家要尽力发展多双边贸易合作关系，减少贸易壁垒，企业要积极调研国外市场需求，寻求产品和服务的对外出口；第二，要提高出口产品技术含量，增加出口产品的附加值，我国长期以来

凭借劳动力成本优势和资源优势，主要出口劳动密集型和资源密集型产品，这类产品的附加值很低，从而使我国在国际分工和国际贸易中处于劣势，以后要注重设计与营销环节，增强自主创新能力，从出口产品中获得更多附加值；第三，要优化出口结构，主要是做到“五个提高”，分别是提高服务在出口贸易中所占比重、提高高新技术产品在出口产品中所占比重、提高中西部地区在出口区域中所占比重，提高新兴市场国家在出口目标市场中所占比重，以及提高民营企业在出口经营主体中所占比重，逐步实现我国对外贸易的结构优化和转型升级。

投资项目上坚持对外投资与引进外资并重

2015年我国非金融类对外直接投资达到1180.2亿美元，同比增长14.7%，对外投资再创历史新高，截至目前，我国对外直接投资已经实现了连续13年的增长，年均增长率高达33.6%，2012年我国就已经成为世界第三大对外投资国，仅次于美国和日本。与此同时，2015年我国实际利用外资1262.7亿美元，同比增长6.4%，与非金融类对外直接投资的差距进一步缩小，预计2016年我国非金融类对外直接投资将超过实际利用外资额度，从而我国将成为资本净输出国，并且在此之后，对外投资将逐渐拉开与引进外资的差距，也就是说新常态时期是我国对外投资实现快速发展和全面反超的时期。国家也越来越重视我国对外投资的发展，采取了一系列措施促进企业对外投资，包括：取消或简化对外投资事项的审批程序，98%的对外投资事项不再需要审批，只需要备案；发起成立丝路基金和亚洲基础设施投资银行进行对外投资；落实“一带一路”倡议，积极发展与“一带一路”沿线国家的投资关系，等等，这些措施将会促进我国对外投资在新常态时期获得快速发展。

国家之所以要重视对外投资，是因为对外投资对于我国的经济发展具有重要意义，主要表现在以下几个方面：第一，我国的对外投资具有逆向技术溢出效应，也就是从东道国经由跨国公司最终传导至投资者母国的技术溢出效应，这是因为我国企业在对外投资的过程中可以通过学习其他国家的技术或管理经验、雇用其他国家的人才、租赁或购买其他国家的技术专利等来提高自身的生产效率和管理水平，并将这些传导至我国国内，从而促进国内全要素生产率的提高；第二，我国产能过剩型行业的对外投资将会为相关企业寻求更大的市场，避免企业破产倒闭，并且释放积聚在这些行业中的过剩劳动力和资本，使其流动到配置效率

更高的领域，从而实现资源的优化配置；第三，企业对外投资一般是将产业链的某一环节转移到国外，而产业链的其他环节可能来自国内，这样对国内进行上下游生产的企业或部门就形成了更大的需求，从而增加就业和投资；第四，随着资本和劳动力的国际流动越来越大，国民生产总值比国内生产总值更能反映一国的经济实力，而我国企业和居民在国外所获得的收入都将计入国民生产总值之内，所以对外投资也有助于我国经济实力的增强；第五，我国在进行对外投资的同时，不断推进人民币国际化，已经建立了多个跨境贸易人民币结算试点和人民币离岸交易中心，很多国家为了吸引我国的投资，也会主动增加人民币使用的数量、安全性和便利性，人民币的影响力将进一步扩大。可以看出，对外投资对于我国的经济增长、社会发展和国际地位等都具有重要的作用，因此新常态时期要充分重视对外投资，采取措施促进对外投资的稳步发展。

我国促进对外投资的主要举措是“一带一路”倡议。“一带一路”是要加强亚、欧、非的经济联系，“丝绸之路经济带”的路线设计包括3条：一是从中国经由中亚、俄罗斯至欧洲波罗的海地区；二是从中国经中亚、西亚至波斯湾和地中海地区；三是从中国经东南亚或南亚至印度洋，“21世纪海上丝绸之路”的路线设计包括两条：一是从中国沿海港口经南海、印度洋至非洲、欧洲；二是从中国沿海港口经南海到南太平洋。“一带”既是指连接中国东部、中西部、中亚或南亚，最终到达欧洲的大通道，也是指经济产业带和城市群体带，它将成为我国制造业对外投资的聚集地，因为中亚和南亚地区对我国传统制造业的需求非常旺盛，对这些地区的投资主要采取工业园区的形式，比如目前已经建立的乌兹别克斯坦鹏盛工业园、塔吉克斯坦中塔工业园、泰国泰中罗勇工业园等，未来还会有更多的工业园区成立，促进“一带”沿线地区的工业化和城市化建设，从而逐步形成产业带和城市带，“一带”的核心区是新疆，可以考虑在新疆设领事馆，方便对中亚和东欧地区的贸易与投资。“一路”沿线的造港造城对于建筑业和房地产业的对外投资意义很大，当然在东南亚、非洲等地区对基础设施和制造业的需求也较大，对这些国家或地区的投资将会给当地创造大量的工作岗位，同时也有利于中国劳动力的输出，推动我国海上航线和战略支点的建设，“一路”的核心区是福建，其与台湾隔海相望，相距较近，有助于未来加强与台湾的经贸往来。我国还发起成立了丝路基金和亚洲基础设施投资银行来支持对“一带一路”沿线的投资，“一带一路”战略将成为新常态时期我国对外投资的“助推器”。

在新常态时期，我国的对外投资将对经济发展产生巨大的拉动作用，对外投资规模将超过引进外资的规模，我国从而成为资本净输出国，但这并不意味着我们将片面地强调对外投资，而降低引进外资的力度，引进外资在我国当前仍然具有重要意义，尤其是对于引进先进技术、管理经验，以及增加税收等方面具有重要作用，必须坚持引进外资与对外投资并重。我国目前在战略性新兴产业、现代服务业和现代制造业等领域的投资需求很大，这些领域发展前景广阔，有潜力成为支柱性产业，但是国内资本可能考虑到风险、技术或管理经验等因素，投资仍旧不够充足，在这些领域引进外资就显得尤为必要，比如我国鼓励外商投资高端装备制造、生产性服务业等行业，可以预见，未来外商投资将更多地集中在高新技术产业和服务业领域，这将有助于提高我国的全要素生产率、增加就业和税收，以及促进产业结构的优化升级。在新常态时期，引进外资方面也要注意一些问题，比如不能再实行“超国民待遇”，保证国内企业与其在市场中公平竞争，尤其注意地方政府不要为了招商引资，私自设立一系列优惠条款，扰乱市场秩序，另外，对引进外资也要进行产业政策引导，对具有很强正外部性的企业或行业可以进行适当补贴，限制对产能过剩性行业或高污染、高消耗行业的投资，促进资本流向高新技术产业和现代服务业等高效率的行业，真正发挥外商投资在产业升级和经济发展中的作用。

综上所述，我国将把进口和对外投资置于重要地位，同时继续扩大出口和利用外资的规模，也就是在贸易方面坚持进口与出口并重，在投资方面坚持对外投资与引进外资并重，实现单向型对外开放战略向双向型对外开放战略的转变，真正做到利用国内、国际两个市场和国内、国际两种资本，来实现新常态时期的中高速增长目标。

全方位开放与自由化

改革开放以来，我国经历了由计划经济向政府主导型经济，再向市场经济的转型，当前处于不断完善社会主义市场经济体系的阶段，可以看出，自由化是经济发展的基本方向，也是建设现代市场经济的主导方向，自由化主要是指政府不断将权力下放给社会、市场和企业，充分发挥市场的微观主体在资源配置中的主动性、积极性和创造性。我国的对外开放体制作为经济体系的一部分也不例外，经历了不断自由化的过程，但是在对外开放的初期，限于经济发展水平和抵抗风险的能力，自由化的程度较低，并且进展缓慢，对很多领域实行严格的政府管制，比如外汇市场、资本市场，以及很多其他贸易投资行为等，这些管制曾经让中国在参与全球化的过程中避免了很多不利的影响，并被约瑟夫·斯蒂格利茨称为“成功的开放战略”，但是在新常态时期，随着我国更加快速和深入地融入世界经济，对对外开放中自由化的要求也更加迫切，此外，我国对对外开放的风险控制能力也在增强，所以对外开放体制的自由化将会明显加速，也就是说我国将实行自由化的对外开放战略。在新常态时期，自由化的对外开放战略包括两方面内容，一个是外汇市场的自由化，另一个是贸易投资的自由化，这两方面的改革将实现对外开放过程中货币领域和实体领域的共同进步，从而实现资源在国际间的优化配置。

外汇市场自由化

长期以来，我国的外汇交易基本由央行控制，主要表现在央行垄断了外汇储备，以及决定基准汇率的波动，其对外汇买卖和汇率的干预很大。在改革开放之前，我国一直实行的是单一汇率制，在计划经济体系下，对外汇买卖和汇率波动实行了非常严格的控制，十一届三中全会之后，由单一汇率制转变为双重汇率制，包括官方汇率与贸易外汇内部结算价并存（1981—1984年）和官方汇率与外汇调剂价格并存（1985—1993年）两个阶段，这两个阶段合称为“汇率双轨期”，但是大量的外汇在外汇调剂市场进行交易，导致央行的外汇储备急剧下降，所以从1994

年开始，国家进行了汇率“并轨”的改革，开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，建立了统一的银行间外汇市场，并且确定了强制结售汇制度。2005年的“721汇改”宣布我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，并且根据主动性、可控性和渐进性的原则来改革人民币汇率形成机制，在此之后，人民币汇率持续面临升值压力，但是为了出口的增加和外汇储备的保值，央行不断干预外汇市场价格。而随着我国外汇储备的增加和全球化的深入，这种对外汇买卖和汇率的限制已经越来越不能适应经济的发展，外汇体制改革势在必行。

我国外汇体制改革的方向就是由政府管制的外汇体制转向自由化的外汇体制，包括外汇买卖的自由化和汇率决定的自由化。从外汇买卖方面来说，2008年修订后的《外汇管理条例》规定经常项目外汇收入可以自行保留或卖给经营结售汇业务的金融机构，2009年涉及强制结售汇的文件和法规被取消或修订，2011年起企业出口收入可以存放国外，无须调回国内，所以我国企业和个人外汇买卖的自由度得到极大提高，但是目前个人仍然有每年5万美元的购汇限制，针对于此，2015年国务院批复合格境内个人投资者计划（QDII2），首批试点包括上海、天津、重庆、武汉、深圳和温州6个城市，允许符合条件的个人投资者进行海外金融类和不动产投资，这就突破了个人每年5万美元购汇限制的局限，未来试点将会进一步扩大，条件可能会进一步降低，这也标志着人民币在资本项目下的可自由兑换迈出了重要的一步，在新常态时期，我国外汇买卖将会朝着意愿结售汇、意愿持有外汇和人民币在资本项目下可自由兑换的方向持续迈进。从汇率决定方面来说，2015年的“811汇改”进一步完善了人民币兑美元的中间价报价，做市商在每日银行间外汇市场开盘之前，可以综合考虑上一日收盘汇率、外汇市场供求情况和国际主要货币汇率变化来确定中间价报价，这增强了人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，是我国汇率决定市场化的重要标志，但是由于我国目前经济下行压力较大，一些国际游资恶意做空人民币，为了防止国际投机者的恶意做空和维持汇率稳定，央行还会采取措施管理外汇市场，以维持汇率在合理的区间波动，这是有管理的浮动汇率制度的基本特征，在新常态时期，我国汇率决定的总体方向将更为市场化和自由化，但是政府的适度干预仍是必要的。从我国的外汇买卖和汇率决定可以看出，在下一阶段我国的外汇市场将会更加自由化。

贸易投资自由化

出于国内产业发展和国家经济安全的考虑，我国在对外开放初期设置了很多限制条件，比如较高的进口关税、严格的投资审批程序、限制外资涉足国内金融市场等，随着经济全球化的加速和我国对外开放的深化，这些限制逐渐成为我国对外开放进一步扩大升级的阻碍，必须通过适当的改革加以调整，以实现贸易和投资的自由化。在新常态时期，我国对外开放过程中贸易和投资的自由化是趋势，我们要遵循经济发展的规律，顺应这种趋势，以积极主动的态度促进国际经济更为密切和深入的合作。贸易投资自由化包括两个方面的内容，一是国际贸易自由化，二是国际投资自由化。

国际贸易自由化是指在国际贸易活动中逐渐减少或取消贸易壁垒，实现产品和服务在国家间更加顺畅地流动，这有利于在国际贸易中降低交易成本、减少市场扭曲，以及实现消费者福利最大化，促进国际贸易自由化的主要方式有多双边贸易协定、自由贸易区、关税同盟、共同市场和经济联盟等，其中多双边贸易协定是指两国或多个国家签订的针对某些或全部产品和服务的贸易优惠政策协议，包含一些临时性或特殊性的安排；自由贸易区是指在成员国之间取消关税、商品可以自由流动但各自保留自己的对外贸易政策的经济集团；关税同盟指成员国之间商品自由流动并且各国实行统一的对外关税政策的经济利益集团；共同市场则不仅要求成员国之间商品自由流动，也要求劳动力、资本等生产要素的自由流动；经济联盟是在要求商品、劳动力、资本等自由流动的基础上，还要求各成员国的经济政策相互协调的一体化组织。我国目前推动国际贸易自由化的主要形式是多双边贸易协定和自由贸易区，截至2015年年底，我国已签署14个自由贸易协定，包括与东盟、新加坡、韩国、澳大利亚及港澳台等国家和地区的协议，此外，我国积极参与建设中国-东盟自由贸易区、东北亚自由贸易区和亚太自由贸易区等，支持区域全面经济伙伴关系（RCEP）的建立，它将与美国主导的跨太平洋伙伴关系协定（TPP），以及跨大西洋贸易与投资伙伴协议（TTIP）一起构成未来世界上3个最大的自由贸易区，极大地促进我国与其他国家贸易的自由化。

国际投资自由化是指外国资本在我国投资，以及我国资本在外国投资的限制逐渐减少，包括国际直接投资的自由化和国际间接投资的自由化，其中前者是指相互之间设厂、兼并、收购和购买固定资产等限制的

减少，后者是指相互之间投资股票、债券和衍生工具等限制的减少。我国由于资本项目并没有开放，所以在国际投资自由化，尤其是国际间接投资自由化方面进展缓慢，但是近年仍有发展，比如2014年11月，我国酝酿已久的“沪港通”正式启动，资本市场互联互通机制进入新阶段，同月推出人民币合格境内机构投资者计划（RQDII），允许符合条件的机构投资境外金融市场以人民币计价的产品，2015年提出的合格境内个人投资者计划（QDII2）也是对个人投资境外资本市场限制的放宽，可以看出，资本项目有逐步放开的趋势，当然，我国也实行了一系列措施促进国际直接投资的自由化，包括简化在境外投资办厂的审批流程、加强对企业“走出去”的金融信贷支持力度，以及搭建各种对外投资的公共服务平台等。在新常态时期，国际投资领域的“简政放权”和人民币资本项目开放将是国际投资自由化的主要内容，这将是一个渐进性的、任重道远的过程。

综合分析，我国将逐步改革对外开放体制，改革的主要方向就是自由化，一方面是外汇市场的自由化，包括外汇买卖和汇率决定的自由化，另一方面是贸易投资的自由化，包括国际贸易和国际投资的自由化，通过这些改革，我国将形成“十三五”规划建议中所提的“对外开放新体制”，开创合作共赢、包容发展的对外开放新局面。

推动我国对外开放扩大升级的政策建议

在当前新的历史时期，我国的经济增长速度将由高速转为中高速，经济结构优化升级面临挑战，经济发展的动力由要素和投资驱动向创新驱动的转型尚不充分，整体经济面临很大的下行压力，在这种情况下，坚持和深化改革开放就显得尤为关键，而其中重要的一方面就是推动我国对外开放的扩大升级，因而如何推动对外开放的扩大升级已经成为当前我国经济发展面临的主要问题之一。根据以上分析可知，在新常态时期，我国在对外开放进程中要坚持双向型和自由化的对外开放战略，这是下一阶段对外开放发展的大致方向和整体趋势，除此之外，还必须采取一些具体的措施来予以补充和保障，以促进对外开放扩大升级的顺利实现，具体来说有以下措施。

以国内改革促对外开放

改革和开放是我国经济发展的两把“利剑”，二者相互作用、相辅相成，改革可以为开放提供良好的制度环境，形成与国际接轨的市场经济规则体系，并且通过改革促进生产力的发展，从而可以为对外开放提供物质基础，反过来开放也可以拉动经济增长，从而为改革提供经济支撑，并且对外开放有时具有倒逼改革的功能，所以改革与开放是一种相互促进的关系，我们可以用国内改革来促进对外开放的发展。我国当前需要进行的改革包括：一是政府体制改革，其核心是“简政放权”，政府将向社会、市场和企业放权，从而专职履行保障民生、提供服务、公共管理和保证公平竞争环境的职能，企业在注册成立、经营管理、投资并购等方面会享受更大的自由权；二是金融体制改革，包括利率市场化、汇率市场化、人民币在资本项目下的可自由兑换、银行自由化、放开非银行金融及资本市场改革等，逐步实现金融自由化；三是调整基本经济制度，民营经济要获得与公有经济一样完整、平等的地位，包括政治、法律、资源配置、投资机会和市场竞争上的平等，注重保护产权；四是国有企业改革，主要是对国有资产进行分类管理，改革目前的管理体制，并且实行混合经济模式；等等。这些改革可以激发国内市场和企业

的活力与创造力，让对外开放在行政手续、金融支持、产权保护等方面更加便利和完善，对于对外开放的规模和结构都有积极意义。

大力推进人民币国际化

人民币国际化对我国是一件有利有弊的事情，其好处主要是：可以获得国际铸币税收入；通过向外传导缓解货币发行的通货膨胀效应；人民币的大量使用有利于我国国际贸易和投资的发展；缓解外汇储备的压力，降低汇率波动带来的风险；提高我国的国际地位和对世界经济的影响力；等等。其坏处主要是：我国的货币政策将失去部分独立性，其对宏观经济的调控会由于向国际传导而变得更为复杂；经济和金融风险增加，外国的经济危机和金融危机会更容易通过人民币影响中国，并且受国际投机者攻击的风险也会增加；对人民币管理和检测的难度将会增加，尤其是境外流通的人民币难以控制，等等。但是总的来说，人民币国际化是利大于弊，这也是我们持续推进人民币国际化的原因。由中国人民大学国际货币研究所发布的《人民币国际化报告2015》显示，截至2014年年底，人民币国际化指数（RII）达到2.47%，同期美元、欧元、英镑和日元的份额都有所下降，人民币有望在两年内超越日元成为第四大国际货币。2015年12月1日，国际货币基金组织正式宣布，从2016年10月1日开始，人民币将被纳入特别提款权（SDR）的篮子中，这意味着人民币作为储备货币的地位逐渐得到认可，人民币的国际化再进一步。人民币将越来越多地被用于国际贸易和投资的计价和结算，以及作为投资工具和储备工具，这将极大地便利我国的与外经济联系，促进我国对外开放的发展。

高度重视区域经济合作

区域经济合作在当今世界经济中起到的作用越来越重要，甚至有超越全球经济合作的趋势，这主要是因为以世界银行、国际货币基金组织和世界贸易组织为代表的全球经济合作体制的弊端逐渐暴露，一方面全球经济合作体制建立在全球大部分国家的基础上，国家之间在经济、政治、文化等方面的差别很大，想要协调起来十分困难，所以在很多问题上达成一致协议的成本非常高，有时甚至始终达不成一致意见，另一方面以世界三大经济组织为代表的全球经济合作体制是在力量极不均衡的

情况下建立的，以美国为首的发达国家在其中掌握了很大的话语权，从而很大程度上掌控着“游戏规则”的制定，这不能反映很多发展中国家尤其是新兴市场国家的需求，但是区域经济合作则能很好地克服这些弊端，它往往是建立在地理位置比较邻近的国家之间，相互之间在经济、制度、文化等方面具有更大的相似性，从而使彼此的认同感更高，需求更为一致，再加上国家数量不多，更容易达成一致意见，另外，这些国家之间往往较为平等，每个国家都有机会参与规则的制定，话语权不会特别悬殊，所以各成员国的积极性更高，区域经济合作将成为未来一段时间内全球化的主要形式。我国也要顺应这种趋势，高度重视区域经济合作，从现实来说，主要是大力推进“一带一路”倡议的实施，与周边国家发展更多的区域合作关系，包括建设好目前已有的中国-东盟自由贸易区、东北亚自由贸易区等，以及推进中国-中亚自由贸易区、中国-南盟自由贸易区、区域全面经济伙伴关系（RCEP）等的形成和建设，除此之外，还可以向关税同盟、共同市场等更为开放的形态发展，从而搭建更完善的区域经济合作框架。

积极参与全球经济治理

参与全球经济治理是我国对外开放过程中维护自身利益的需求，也是不可推卸的责任与义务，其目的就是建立公平、合理、有序的国际经济秩序，实现世界经济的可持续发展。我国参与全球经济治理主要应该做到：一是积极倡导全球经济合作和协商会议的举行，寻找各国的利益共同点，寻求更多的合作基础，改革与完善当前的国际经济规则体系，形成公平、共赢的新规则，尤其是参与网络、空天飞机、深海等新领域规则的制定；二是扩大对外经济援助，支持欠发达国家的经济建设，包括基础设施、教育科技、医疗卫生、企业管理咨询等，促进世界经济的均衡发展；三是推动全球气候协议谈判，主动承担起自身的责任，兑现节能减排的承诺，同时监督与协助其他国家的资源与环境保护进程，努力实现全球经济的可持续发展；等等。我国积极参与全球经济治理，一方面有利于形成公正合理、合作共赢的国际经济新秩序，作为最大的发展中国家，我国在国际社会的发言更能代表发展中国家的需求，也更能以自身的影响力维护发展中国家的利益；另一方面有利于进一步扩大我国在国际社会的影响力和公信力，从而为我国与其他国家的往来提供良好的信任基础，拉近国家间距离，减少与其他国家的摩擦。

综上所述，全球化快速发展时期既是我国对外开放发展的挑战期，也是机遇期，我们要以积极主动的态度迎接挑战，抓住机遇，实施双向型和自由化的对外开放战略，推动经济和政府体制改革，推进人民币国际化，重视区域经济合作，同时积极参与全球经济治理，从而在新常态时期实现我国对外开放的扩大升级。

（2019年3月23日在中山大学岭南学院佛山同学会年会上的讲话录音整理稿。）

图书在版编目（CIP）数据

中国经济的未来：热点、难点和增长点 / 魏杰著. - - 北京: 中信出版社 2019.11
ISBN 978-7-5217-1064-9
I . ①中… II . ①魏… III . ①中国经济 - 经济发展 - 研究 IV . ① F124
中国版本图书馆CIP 数据核字（2019）第202467号

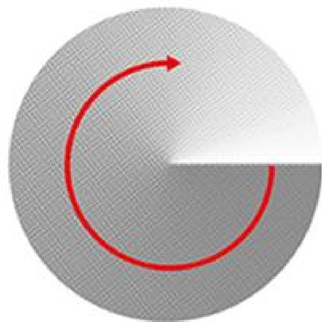
中国经济的未来——热点、难点和增长点
著者：魏杰
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

开本：880mm×1230mm 1/32
印张：11.75
字数：251千字
版次：2019年11月第1版
印次：2019年11月第1次印刷
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1064-9
定价：69.00元
版权所有· 侵权必究

国家智库精选读本

读懂“十四五”

新发展格局下的改革议程



擘画未来5年乃至15年中国发展蓝图

全国政协经济委员会副主任 / 国务院发展研究中心原副主任

刘世锦◎主编

中信出版集团

目录

序言 改革再突围

总报告 “十四五”和更长一个时期我国经济社会改革的方向与重点领域

第一篇 新发展阶段 经济社会发展的新目标和新挑战

实现社会主义现代化目标的改革重点

现代化新征程中的新挑战和新问题

区域经济如何在集聚中走向平衡

中国经济结构转型的进展与差距

中国经济增长路径的转变

第二篇 新发展格局 提升经济发展水平的战略抉择

“十四五”时期中国经济新增长潜能

双循环赋能经济增长的质量与效率

如何完成金融市场化改革

二次房改推动经济新一轮增长

如何扩大中等收入群体

第三篇 新发展理念 引领高质量发展

“十四五”时期四大战略重点：创新、开放、分配、法治

以全方位创新和开放推进高质量发展

“十四五”必须推进的土地制度改革

经济发展中的市场与政府

聚力于非资源性实体部门，迈进高收入安全区

建设人与自然和谐共生的现代化

参考文献

序言

改革再突围

刘世锦
全国政协经济委员会副主任，中国发展研究基金会副理事长，国务院发展研究中心原副主任

2020年初的时候，中央有关决策部门委托中国经济50人论坛开展了一项关于“十四五”和到2035年我国经济社会重点领域改革的研究，论坛秘书处要求我具体组织。于是，我约请了包括但不限于论坛成员、对改革问题有一定研究基础的学者组成课题组。时至疫情焦灼之际，如往常那样开会讨论已不可能，于是我们就把研究活动搬到了线上。课题组成员认真做功课，提交了一定篇幅的文字材料，并召开了线上研讨会。在此基础上，由我主笔，完成了课题总报告，后又征求论坛秘书处意见建议，修改后正式上报，得到了积极反馈。总报告上报后，课题组成员提出，大家有很多思考和研究积累，何不汇集成册出版。除了课题组成员，我们又约请了几位活跃、年轻实际上也相当资深的学者加盟，这本书就应运而生了。

改革就是突围。习近平总书记总结的深圳等特区改革开放实践经验中，其中一条就是“必须坚持发展是硬道理，坚持敢闯敢试、敢为人先，以思想破冰引领改革突围”。[1]所谓突围，就是在不适应生产力发展、不利于社会进步的思想观念和体制机制等重重包围中，披荆斩棘，开出一条新路。40多年来，不论从什么角度看，中国的发展都堪称奇迹，但每向前走一步都不轻松，都是不断突围的结果，因为在不同时期，都会遇到未曾遇到的阻力，不经由改革突围就会停滞、反复甚至倒退。

经过40多年的努力，中国已经接近高收入国家的门槛，经济增长也经历着关键性转型。表面上看，增长速度由高速转向中速，背后则是增长动能、经济结构和制度规则的全方位转换。在国际上，一些经济体在大体相同的增长节点上，经历了增长动力下降、收入和财产分配差距拉大、资源环境压力加大、社会共识减少乃至撕裂等冲击，以致增长减

缓、停滞或后退，落入被称为“中等收入陷阱”的困境。事实上，这些挑战在中国或多或少都出现了。

中国在这个阶段发展的特殊性在于，作为一个超大型经济体，如果中国能够成功进入高收入国家行列，全球高收入人口总数将会扩大一倍。如果发展正常，今后5~10年，按现价美元计算的中国经济总量规模超过美国将是大概率事件。大国经济规模顺序和相应的经济版图的改变，无可避免地会引起利益相关者的种种不适、疑虑乃至惊恐。近年来，中美关系的困难局面就是在这种背景下出现的。

忽略人均和结构水平的总量规模易产生幻觉、误解或误判。即使中国的经济总量规模超过美国，人均GDP水平只相当于美国的1/4。虽然中国创新能力增强了，但与发达国家在科技、高水平教育、产业结构等领域的差距依然不小，有些可能还会延续相当长的时间。历史上的大国争霸曾经历严重冲突，有的演变为战争。但与几十年或一二百年前相比，当今世界结构已经发生了很大变化。一方面，全球化的大幅推进已经使包括大国在内的国家间利益连接空前密切，脱钩往往是损人又害己，相互均无好处。另一方面，核武器使大国的正面冲突不可能有赢家，实际上这也划出了大国冲突的底线。传统和非传统全球性问题清单不断加长，一个超级大国已经无力主宰或主导全球事务，更不可能公正有效地提供全球公共产品。特朗普政府的不断退群与此直接有关。即使中国经济总量规模超过美国，中国也不会、不能更无必要成为另一个美国。出路就在于形成一个各国普遍参与且高效的全球治理结构。这种治理结构的形成和运转，包括G20（二十国集团）成员国在内的大国，特别是中美欧等主要经济体，负有特殊的责任。然而，这种看起来比较理想的格局并不容易到来，有些势力借助全球化进程中的结构性矛盾背道而驰，人类社会或许将不得不为此付出巨大的代价。中国的国际影响力日趋增加，但似乎很难再回到过去几十年相对宽松和缓的国际发展环境。

在这种背景下，中国将面临双重挑战：一方面，要解决好由中等收入阶段跨越到高收入阶段特有的问题；另一方面，要在百年未有之大变局中找到自身合适的位置。“十四五”时期的改革，简单地说，就是要从这些挑战的压力下突围，踏上高收入阶段的台阶。

十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出，到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。有些研究认为，要实现这一增长

目标，这一时期的平均增速不能低于4.7%或达到6%乃至更高。这些研究通常假定汇率水平不变或仅有小幅（如1%~2%）升值。然而，这个假定忽略了一个至关重要的问题，这就是经济增长的质量。汇率变动是一个复杂的问题，涉及多种变量，从长期看，最重要的变量是劳动生产率，而劳动生产率是增长质量的核心指标。中国与发达经济体之间按现价美元计算的人均收入水平差距的缩小，部分取决于增长速度，部分取决于汇率水平的变动。从潜在增长率看，这一时期平均增速达到4.7%难度很大，但这并不意味着中国不能跻身于中等发达国家行列，重要的是汇率变化，而汇率变化直接与经济增长质量相关。

这方面的国际经验能够提供启示。日本、德国等国二战以后的发展经历表明，一段时期内与先行者人均收入差距的缩小，汇率升值的贡献要大于实际经济增速的贡献。我们的研究团队初步测算，根据宾夕法尼亚大学发布的PWT9.1数据库资料，2019年，中国按购买力平价计算的人均GDP（以2011年为不变价）约为14682国际元，相当于日本1975年、德国1971年的水平。从1975年到1991年的16年间，日本实际GDP年平均增长4.4%，累计增长99.6%；日元兑美元汇率年平均升值幅度为5.1%，累计升值幅度为120.3%。从按美元计价的日本人均GDP增长来看，日元兑美元汇率升值的贡献要大于GDP实际增长的贡献。从1971年到1987年的16年间，德国实际GDP年平均增长2.3%，累计增长43.2%；德国马克兑美元汇率年平均升值幅度为4.3%，累计升值幅度为95.1%。从按美元计价的德国人均GDP增长来看，德国马克兑美元汇率升值的贡献要远大于德国GDP实际增长的贡献。需要强调的是，中国要实现2035年的远景目标，立足点、注意力应当更多地放在提升增长质量上，而非过度追求难以企及的增长速度。

随着经济恢复到正常增长轨道，宏观政策也要相应回归正常状态。中国与发达经济体的重要区别是，还有相当大的结构性潜能驱动增长，而非主要依赖于宏观刺激政策。在房地产、基建、出口等高速增长期结构性潜能逐步消退后，“十四五”期间要着力发掘与中速增长期相配套的结构性潜能。

这里我们提出一个“1＋3＋2”结构性潜能框架。“1”指以都市圈、城市群发展为龙头，通过更高的集聚效应为下一步中国的中速高质量发展打开空间。今后5~10年，中国经济百分之七八十的新增长动能将处在这个范围之内。“3”指实体经济方面要补上我国经济循环过程中的新的三大短板：一是基础产业效率不高，主要是基础产业领域仍然不同程度

地存在着行政性垄断，竞争不足，补这个短板将有利于全社会降成本；二是中等收入群体规模不大，今后10～15年时间，中等收入群体应力争实现倍增，由4亿人增加到8亿～9亿人，补这个短板将有利于扩大需求，特别是消费需求，同时扩大人力资本；三是基础研发能力不强，这是我们内循环中的“卡脖子”环节，补上这个短板才能有效应对外部“卡脖子”问题，为建设创新型国家打牢基础。“2”指数字经济和绿色发展，这是全球性且中国具备一定优势的新增长潜能。简单地说，“1＋3＋2”结构性潜能就是一个龙头引领，补足三大短板，两个翅膀赋能。

然而，这些结构性潜能还不同程度地受到不合理的体制机制政策的束缚，往往是看得见、抓不住。下一步应当通过更大力度、更具实效的改革开放，使这些结构性潜能“变现”。相关重要改革包括：加快农村土地制度改革，推进农村集体建设用地入市，创造条件允许宅基地使用权向集体组织外部流转；推动空间规划和公共资源配置改革，尊重人口流动的市场信号，按人口流向分配用地指标，财政补贴资金，等等，并依照人口布局变化定期调整城市规划；石油天然气、电力、铁路、通信、金融等基础产业领域，在放宽准入、促进竞争上，要有一些实质性、标志性的大动作；加快基本公共服务的均等化，逐步打通农村社保和城镇居民社保的衔接，分期建设主要面向外来人口特别是农村进城人口的安居房工程；深化高水平大学教育和基础研究领域改革，在创新居于前列、科教资源丰厚的若干城市，像当年办经济特区一样，创办高水平大学教育和研发特区。在对外开放中采取更有前瞻性和冲击力的举措，如主动站上“三零”（零关税、零补贴、零壁垒）的制高点，在加入RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）的基础上，积极创造条件加入CPTPP（全面与进步跨太平洋伙伴关系协定）等，通过制度规则性开放推动国内高标准市场体系建设。

本书总报告保持文稿原貌，是课题组的集体研究成果；专题研究报告则体现了各位作者对中长期战略问题的思考探索，他们有些着眼于全局性议题，有些则聚焦于某个专门领域。由于研究角度和专业背景的差异，各位作者在一些问题的看法上并不一定相同，而这正是研究的开放性、包容性所特有的；但相同的是，各位作者对国家发展的责任感和研究问题的想象力、创新性与专业精神。希望本书对关心中国改革开放发展的各界读者有所助益。

---

[1]　摘自习近平总书记在深圳经济特区建立40周年庆祝大会上的讲话，2020年10月14日，http://www.xinhuanet.com/2020-10/14/c_1126611290.htm。

总报告

“十四五”和更长一个时期我国经济社会改革的方向与重点领域

课题组[1]

一、基本实现社会主义现代化对经济社会重点领域提出的改革要求

按照党的十九大部署，在全面建成小康社会的基础上，到2035年要基本实现社会主义现代化。从国际比较的角度看，就是要用15年的时间，以2019年人均收入达到1万美元为起点，稳定进入高收入社会，并接近或初步达到发达国家发展水平。

从世界银行的世界发展指数看，2018年我国和美国名义人均GDP（国内生产总值）分别为9800美元和62800美元，我国的水平相当于美国的15.6%。同年，我国和美国的人口分别为13.9亿和3.3亿，我国是美国的4.2倍；我国和美国的GDP分别为13.6万亿美元和20.5万亿美元，我国相当于美国的66%。

有关方面预测，到2035年我国人口为14亿左右，美国3.6亿，我国约为美国的4.1倍。届时，如果我国人均GDP能达到美国的25%，大约相当于2018年智利和匈牙利相对于美国的水平，则我国GDP总量将和美国相当。如果我国人均GDP能达到更高水平，则GDP总量将超过美国。比如，如果届时我国人均GDP水平达到美国的37%，大约相当于2018年捷克、爱沙尼亚、沙特和葡萄牙相对于美国的水平，则经济总规模将达到美国的1.5倍。

从2019年到2035年的17年时间里，我国人均GDP水平能够达到美国的多大比例，对此我们可以从国际经验中有所借鉴，虽然不能机械地加以类比。

我们选取日本和韩国人均GDP相对于美国的水平与我国目前情形接近的年份作为起点。1960年，日本名义人均GDP是美国的15.9%，10年后的1970年达到美国的39%，17年后的1977年达到美国的67%。1986年，韩国名义人均GDP是美国的14.7%，8年后的1994年达到美国的37%，之后的1996年一度达到美国的44%，后来因东南亚金融危机影响，韩国人均GDP相对于美国的水平大幅度回落，但2003年又重新提高到美国的36%。日本和韩国的经验表明，从人均GDP相当于美国的15%开始，如果发展进程顺利，10年就可以达到美国的37%，即使有所反复，17年后也能够达到美国的37%。

类比上述日本和韩国的经验，即使考虑到我国已转入中速增长阶段，只要能够实现高质量、可持续发展，避免大起大落，管理好对外经济关系，从增长潜力上说，到2035年基本实现现代化时，名义人均GDP达到美国的37%、经济总量达到美国的1.5倍，是有可能的。

世界银行、国际货币基金组织（IMF）和经济合作与发展组织（OECD）认为，2018年成为发达经济体的门槛为以现价美元计算的人均GDP达到美国的28.4%。如果这一相对水平保持大体稳定，到2035年，我国人均GDP将达到美国的30%左右，可以认为初步进入发达经济体行列。

在这一时期，经济社会发展动能将会呈现两类特征的交织或融合。一类是常规追赶型经济体固有的特征，另一类则是由发展理念、技术进步和全球化等新因素催生的特征。

前者是中国作为一个后发经济体通常会有的特征，主要包括：（1）消费占总需求的比重持续上升，比照OECD国家的平均水平，将由2018年的53.4%增加到74.2%，其中居民消费由38.7%上升到53.8%，居民服务消费则由20.7%上升到40.1%，投资比重相应下降；（2）服务业在产业结构中的比重持续上升，比照OECD国家的平均水平，将由2018年的52.2%上升到66.1%，其中生产性服务业、享受型和发展型服务业更有潜力，并与制造业转型升级融为一体；（3）出口增速放缓并趋于稳定，净出口在增加值中占比下降，出口中知识技术密集型产品比重上升；（4）城市化进入都市圈和城市群加快发展阶段，成为经济增长的新引擎，城市人口占比由现阶段的60%上升到80%左右；（5）经济处在追赶阶段，仍有一些已有的先进技术需要引入消化吸收，但面临部分“脱钩”风险，创新在技术进步中的重要性明显上升，并逐步成为主要来源；（6）收入差距扩大对增长和稳定的影响加大，扩大中等收入

群体将成为内需市场和经济增长最重要的源泉。

由新因素催生的特征则具有明确的时代印记，是先行发达国家在相同发展阶段未曾有过的特征，例如：（1）数字技术快速发展，不断拓展应用场景，数字技术实体化、实体经济数字化已成潮流；（2）生态文明建设和绿色发展成为社会共识，通过重新界定收益成本，推动发展方式转型；（3）全球化遭受重挫，新冠疫情对全球产业链带来新的冲击，但更高水平的对外开放格局和调整后的全球化愿景仍可期待。这些特征具有明显的“横向”影响力，所波及的并非部分领域，而是所有行业、地区和具体领域，进而使常规经济增长被打上深刻的时代烙印。

两类特征的融合发展提供了理解和评估我国经济发展优势和短板的重要背景，并展示了下一步深化改革的方向和重点。这一时期我国经济的优势包括超大规模统一市场，市场竞争力逐步增强的多种类型企业主体，产业门类齐全，配套能力强，供应链较为完整，数字技术领域的有利优势，经济内部的巨大对冲功能，等等。短板则既与以往遗留下来的体制性、结构性矛盾有关，也与发展环境变化后的不适应有关，包括人口老龄化、劳动力等要素成本上升、要素市场改革滞后、收入和财产分配差距过大，以及基础研究能力薄弱等。

这一时期的改革应当明确并顺应经济社会发展的规律和特征变化，扬长“补”短。优化资源重点是中高级生产要素配置，持续提高全要素生产率。改革的目标应当是建设对内适应高质量发展、对外引领全球化方向的高标准市场体系。就改革的驱动力来说，可分为三种类型的改革。一是“补短型改革”，主要是应完成但未完成的改革，如国有经济战略性调整和国有企业治理结构改革，要素市场自由流动改革，行政性垄断领域市场开放改革，等等；二是“升级型改革”，如与数字经济、绿色发展等相关的改革；三是“接轨型改革”，重点是在高水平对外开放中，适应并引领国际经贸、投资、金融等领域规则变革而进行的改革。这些改革中的相当多内容应在“十四五”时期重点推进。

二、稳定预期、竞争中性为导向的产权制度和企业治理结构改革

稳定预期有着较以往更重要的意义。过去一个时期，在对民营经济的看法上出现混乱，影响到民营企业的生产经营和投资。下一步产业转型升级、创新驱动，首先要有长期稳定预期，对产权保护、企业治理结

构有效性提出了更高要求。

在政治上进一步明确定位民营经济的地位和作用，给民营经济吃长效定心丸。十八届三中全会提出，“公有制经济和非公有制经济都是社会主义市场经济的重要组成部分，都是我国经济社会发展的重要基础”。在此基础上，能否考虑提出：公有制经济和非公有制经济都是我们党长期执政、领导全体人民建设社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴中国梦的依靠力量。

把所有制分类与企业分类区别开来。按照国有、民营区分企业类型，实际上是市场经济发育程度低的表现。随着市场经济的发展和成熟，企业的股权结构趋于多元化和相互融合，要找到一个单一所有制的企业越来越难。应摒弃按所有制对企业进行分类的传统做法，而应以企业规模、行业归属等进行分类，如大中小企业、工业企业、服务业企业等。同时进行投资者分类，比如中央国有资本投资者、地方国有资本投资者、机构投资者、个人投资者、境外投资者等。

确立竞争政策的基础性地位。除了对为数不多的特定行业和企业实行进入限制或经营活动管制，其他行业和企业一律实行“竞争中性”，切实落实十九届四中全会提出的“各种所有制主体依法平等使用资源要素、公开公平公正参与竞争、同等受到法律保护”。建立和完善现代企业制度，在市场上公平竞争。国家对所有企业一视同仁，无歧视地平等对待，制定并实施不是针对某种类型企业，而是无差别地对所有企业平等保护、公平竞争的法律。消除由于不公平竞争引起的资源错配，任何企业都不能从免于竞争的保护中获取特殊利益。

按照“管资本”的思路明确国有经济的作用范围。国有资本布局调整和国有企业改革到位，是实现公平竞争的重要前提。落实十八届三中全会精神，国家对国有经济由“管企业”为主转向“管资本”为主。按照党的十九大所指出的，做强做优做大国有资本。国有资本的使命和任务，是服从国家发展战略的需求，对国民经济发展全局发挥支撑性、引导性作用，为此，国有资本应聚焦于提供公共服务、完善社会保障、发展重要前瞻性战略性产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全等。对这些领域进行战略性投资，对其他领域则少进入或不进入，如确有必要进入，也主要是财务性投资，设定退出期限。国家主管部门对国有资本投资领域要进行合规性审查。

对已有国企全面进行现代公司治理结构改造。除了为数不多、需要国有资本独资经营的特定企业，普遍推进混合所有制改革。国有资本的

特定使命和任务，通过国家安全管理、特定行业管制和企业股东会、董事会等通道得到落实。国有资本持股企业实行董事会、管理层“双轨制”，董事会中的国有资本代表由国有资本管理机构派出，可由行政序列的公职人员担任；管理层人员则通过市场化途径和规则聘任并履行职责。国有资本持股企业的股东会、董事会、管理层，按照法律行使权利、发挥作用。有效发挥国有资本运营公司和投资公司在调整国有资本布局方面的作用，把部分国有股份划转到社保基金或类似持股机构。进一步健全和完善国有资本经营预算制度，加大国有资本收益和国有股转让收入的收缴公共财政的力度，加强对国有资本金注入和转增的规范化管理，对国有资本持股企业实行法治化破产制度。

三、治理效能提升为导向的中央地方财税体制改革

国家治理现代化的核心就是建立现代公共财政体制。为了适应发展阶段、产业结构、政府职能转变的需要，改革应从中央和地方各级政府的事权和支出责任界定入手，重新匹配中央和地方的事权财权关系，在新的基础上，建立权责分明、事权财权相匹配、预算硬约束、可追溯可问责的财政新体制。

科学合理界定中央和地方政府的事权和相应的支出责任。中央政府要加强宏观事务管理，维护国家法制统一、政令统一、市场统一，建设全局性重大社会基础设施体系。针对近期出现的突出问题，应在公共卫生应急管理、食品药品安全、国家安全、跨地区司法公平公正、跨地区环境保护等领域加强中央部门垂直管理能力。与此同时，以公共服务为导向确定地方各级政府的事权和支出责任，加快由建设型政府向服务型政府的转型。增强地方自主权，减少中央对地方的直接行政干预，必要的干预更多通过法律程序进行。顺应城市化发展的趋势，提升城市治理在国家治理体系中的地位和作用。城市不论大小，在生产要素获取、基本公共服务提供、环境建设发展等方面具有平等地位和权利，逐步确立与企业和社团法人类似的城市法人地位，把城市管理者行政级别与城市法律地位分开，不因城市管理者行政级别更高而使城市拥有特殊权力和利益。

与经济结构转变相适应推进税制改革。改革重点是从流转税为主导转向直接税和间接税的混合型框架，从单一针对企业法人征税转向对自然人和法人共同征税，逐步形成纳税人与享受公共福利相匹配的格局。

流转税征收环节也要仅从生产环节征收转向生产环节与消费环节共同征收，征收价外型消费税，减轻地方对土地财政的过度依赖。

规范财政收入来源，形成制度化的稳健的预算收入。在预算法基础上，切实打通税收收入、政府基金收入、国有资本所得收入和社保收入之间的联系，做到统一预算。更重要的是统筹支出，特别是建立将国有资产所得收入作为调节社保支出的规范化制度保障。在老龄化的高峰阶段，可通过国有资本变现的办法来弥补社保支出。

在强化地方预算约束的基础上扩大并稳定地方政府财力来源。增加地方性税种，引入房地产税、消费税等，推动服务业增值税由生产型转向消费型，逐步减少地方对土地财政的过度依赖。完善分税制，保持地方财力格局总体稳定。改革转移支付制度，增加一般转移支付占比，压缩专项转移支付。试点推进财政层级"扁平化"，实现中央、省、市三级政府和三级财政，促进城市之间的平等竞争。消除上级政府对下级政府债务的隐性担保，打破刚性兑付，更好地发挥地方人大等机构对地方预算和债务管理的决策监督作用，在此基础上允许拓展与地方发展能力和承受能力相适应的市政债及其他融资渠道。

提高国家信用利用效率，建立国债弥补的正常化机制。重点是形成以稳定财政预算赤字为基础、期限结构合理、有秩序的国债市场，以稳定金融市场预期，必要时可发行特别国债，以弥补非正常支出。这样的国债市场能够促进市场基准利率传导，有利于货币政策由数量调控转向价格调控，也有利于金融结构由间接融资转向直接融资。

四、都市圈和城市群发展为导向的城乡间要素流动市场化改革

大都市圈和城市群加快发展是我国经济今后5～10年最重要的结构性潜能，大部分新增长点会出现在这一范围。抓好这个龙头，就要把与此相关的要素市场改革置于优先位置。

加快推进农村集体建设用地入市和宅基地流转。落实十八届三中全会的要求，加快农村集体建设用地进入市场，农村集体建设用地与国有土地同价同权、同等入市。除特定公共用途要由国家征地外，一般应通过集体土地直接入市满足需求。集体建设用地使用权归原集体成员所有，可实行股份合作制，股份可自由出让。宅基地流转目前仍限于集体

组织内部，而真正的需求是在外部。那种认为宅基地属于集体财产、只能在集体组织内部流转的观点，不符合市场经济原则，不利于真正保护和增进农民利益。因此，应创造条件允许宅基地使用权向集体组织外部流转。

积极稳妥务实地解决好小产权房问题。所谓小产权房问题，是在有关部门不承认农民在属于自己土地上应有的建造房屋权利，因而不可能符合城市建设规划的背景下形成的。小产权房，特别是以小产权房为主导的城中村，对满足城市化进程中低收入阶层住房需求，降低企业用工成本和城市运营成本，促进产业和城市发展繁荣，客观上起到了重要的积极作用。在正本清源、理顺关系的基础上，应给农民的权利要给，应缴的税费要缴，不符合规划的要纠正，使小产权房成为住房市场上一个正常组成部分。

农村转让收益优先用于完善社会保障体系。过去长时期内，我们把农村土地作为农民安身立命的最后屏障。随着市场经济的成熟和现代社会保障体系的发展，现代社会保障体系完全可以替代农村土地这种原始的、低效率的保障方式，把稀缺的土地资源解放出来。农地入市、宅基地流转获取的收入，应优先用于完善相应地区农村人口的社保体系，解除后顾之忧，使他们与城里人一样不再依赖于土地保障，在提高土地利用效率、增加收入的同时，由更为有效和稳定的社会安全网托底。

加快农村人口进入和融入城市的进程。除个别超大型城市外，取消对农村人口进城落户的限制。逐步取消伴随户籍的控房、控车、控学的限制性政策。农村进城人员对城市发展创造了大量社会财富，为他们提供基本公共服务并非“施舍”，而是他们应有的“城市权利”。与农村人口进城落户相配套，加快推进住房、教育、医疗、社会保障等基本公共服务的均等化，健全财政转移支付同农业转移人口市民化挂钩机制，继续推进并扩展义务教育等基本公共服务随人员流动可携带的政策，逐步打通农村社保和城镇居民社保的衔接。与都市圈建设相衔接，分期建设主要面向外来人口特别是农村进城人口的安居房工程。从长期看，户籍制度应逐步转为人口居住地登记制度。

既要让农民进城，也要允许城里人下乡。促进人员、资金、技术、土地等要素在城乡之间双向自由流动。对城里人下乡买房持开放态度，可开展核心城市老龄人口在都市圈范围下乡建养老社区试点。城乡居民宜城则城，宜乡则乡，在小城镇建设中，允许、鼓励城乡人员、资金、技术等要素共同参与，共建共享。

五、创新驱动、提高全要素生产率为导向的放宽准入改革

目前仍然存在的低效率领域，大多与不同程度的行政性垄断、缺少竞争有关。这方面的改革已经讲了多年，不能再拖下去了，要有实质性突破。

包括石油天然气、电力、铁路、通信、金融等在内的基础产业领域，在放宽准入、促进竞争上，要有一些标志性的大动作。比如，石油天然气行业，上中下游全链条放宽准入，放开进口；通信行业，允许设立一两家由民营资本或包括国有资本在内的行业外资本投资的基础电信运营商。这样的改革既能带动有效投资，更重要的是有助于降低实体经济和全社会生产生活的基础性成本。

在历来由国有机构经营的高技术领域，如航空航天领域，鼓励民营企业和其他行业外企业进入。近年来在这方面已有所进展，步子可以更大一些。经验表明，民营经济在高技术领域的创新具有更大潜能，中国航天领域也有可能出现埃隆·马斯克这样的企业家。

实施中国的诺奖计划，设立30年30名科学诺贝尔奖和诺奖级别的世界科技大奖，加快补上基础研究滞后的短板。在创新居于前列、科教资源丰厚的若干城市，像当年办经济特区一样，创办高水平大学教育和研发特区，突破现有体制机制政策的不合理约束，在招生、人员聘用、项目管理、资金筹措、知识产权、国籍身份等方面实行特殊体制和政策，营造有利于自由探索、催生重大科学发现的机制和文化，建成一批有中国特色、与国际一流水准接轨的新型大学教育和研发机构。

政府传统产业政策向营造高质量竞争环境政策转型。政府应致力于保护产权、维护市场秩序、反垄断和不正当竞争、提升要素供给质量、研究和发布行业发展信息等，依照法律从环保、节能、产品安全和国家安全等角度进行必要行业准入管理，不再将生产什么、如何生产、投资和设备规模等作为准入条件，不再给地方和企业戴帽子、发牌子，防止寻租和腐败行为。大幅度减少或取消产业补贴，必要的补贴要提高透明度，符合公平竞争原则，并与国际规范接轨。

促进创新要素流动聚集，形成更多的区域性创新中心和创新型城市。重要创新往往依托于创新中心和创新型城市，而创新中心和创新型城市并非人为指定，而是在竞争中形成。进一步打破体制机制政策上的

束缚和阻隔，推动创新要素在全国范围内合理流动、优化配置。鼓励地方特别是有潜力的城市改善创新环境，由以往的GDP竞争转为创新竞争，重点是保护产权特别是知识产权，稳定企业家、科研人员的预期，加强创新基础设施建设，为创新提供全链条金融支持等，吸引聚集全球优秀人才，促进原始创新、技术创新、产业创新和制度创新的相互融合，争取形成若干全国性乃至世界性的科学中心和技术创新中心。

六、服务实体经济、高质量发展为导向的金融结构和监管体系改革

金融是为实体经济服务的，金融发展状况如何，要以所惠及的实体经济发展状况做出评判。金融改革要坚持市场在金融体系中发挥决定性作用，与经济转型、结构升级、数字化、绿色化、国际化等相适应，并发挥促进引领作用，在此过程中驱动金融体系的变革、创新和稳定发展。

进一步改进市场准入和退出机制。改变长期形成的国有机构为主的金融体系主要为国有企业服务的格局，实行负面清单管理，适当降低准入门槛，给竞争力、创新力强的企业以更多的准入发展机会。与此同时，发挥存款保险制度的作用，以市场化方式将那些生存不下去的金融机构淘汰出局。有序处置信用债违约事件，逐步打破债券市场刚性兑付。构建适合我国国情的金融机构处置和破产制度，完善金融机构法治化、市场化退出机制。通过优胜劣汰、有进有出，在金融机构数量相对稳定的条件下，持续提高金融机构质量。

构建适应支持经济高质量可持续发展的“最优金融结构”。进一步发展多层次、有差异、互补而又相互竞争的银行体系和资本市场，围绕实体经济创新创业、兼并重组、产业升级等需求，推进产品和服务创新，全面提高金融服务的专业化水准。调整优化金融体系结构，形成风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次的金融支持服务体系。银行体系为主还是资本市场为主，或者二者相互融合发展，主要由经济社会发展需要和市场竞争决定。

利用金融科技手段形成有竞争力的服务中小微企业的金融体系。认真研究总结推广金融科技企业识别控制风险，降低融资成本，为大量中小微企业提供有效金融服务的成功经验，建设开放银行，加强对民营企业、小微企业和“三农”的金融服务。鼓励金融机构运用人工智能、大数

据、云计算、区块链等新技术，优化业务流程，降低服务成本，不断增加金融服务的覆盖面、可获得性和便利程度。稳步发展民营银行和社区银行，增加中小金融机构数量和业务比重，推动城商行、农商行、农信社等中小金融机构回归本源，充分利用熟悉本地客户等优势，根据市场需求提供有针对性的金融产品和差异化服务。

进一步扩大金融双向开放水平。金融开放既要放宽外资金融机构准入，提高股权占比，更重要的是引进国外行之有效的并适合国内金融发展的法规、制度、做法，促进形成规范、公平、法治的金融发展环境。将人民币国际化作为中国金融开放之锚，构建透明、稳健的货币政策框架与汇率体制，从正面清单管理向负面清单管理转变，形成合理的金融市场与金融机构体系。

建立目标明确、专业性强、可追责的金融监管体系。金融监管的目标是保障公平交易、保护金融消费者、维持金融稳定，把发展的责任从监管部门相对分离，避免产生道德风险。在明确责任、与政府相关机构顺畅沟通的基础上，不再把金融监管部门列入政府序列。完善监管追责机制，监管出了问题，必须承担相应的行政、经济甚至法律责任。适当增加监管部门的编制与经费，适应数字技术发展要求，加强监管能力建设。

七、社会保护和人力资本提升为导向的社会政策体系改革

无论是供过于求状态下的产业分化重组，还是创新导向的结构升级，都要求改进和完善社会政策，加强公共产品供给体系的改革和建设，使其在“保基本”的基础上，重点转向人力资本的“提素质”。

把中等收入群体倍增作为全面建成小康社会后的另一个重要战略。所谓中等收入群体，按官方统计标准，是指三口之家收入处在10万~50万元的人群。目前我国这一群体的规模大约为4亿人。争取10年左右时间实现中等收入群体倍增目标，中等收入群体将会从目前的4亿人增长到8亿~9亿人，占到总人口的60%以上。实施这一战略将为今后相当长一个时期经济增长提供重要动能，也有利于社会长期稳定。

建立反贫困的长效机制。在全面脱贫目标实现后，要防止返贫，守住底线，稳定并逐步减少相对贫困人口比重。立足于提高贫困人口的自

我发展、创造财富能力，形成反贫困的长效机制。加快城乡融合基础上的城市化是最大的脱贫。要把农村减贫与都市圈和城市群发展、乡村振兴、绿色发展等紧密结合，融为一体。提升年青一代人力资本是农村减贫、阻断贫困代际传递的关键所在，减贫资源要更多转向教育，在完善义务教育的基础上，加强儿童早期发展教育和职业教育，创造更多更好的就业创业发展机会。

应对老龄化社会挑战，以更大力度把国有资本划转社保基金。从逻辑上说，国有资本具有全国人民社会保障基金的属性。这一改革有利于补充现有社保基金缺口，有利于减轻企业上缴五险一金的负担，也有利于改进企业股权结构和治理结构。应提高划转比例，养老金支付压力较大的地区划转比例可以再高一些，并与适当延迟退休年龄、提高统筹层次等改革同步推进。健全完善社会保障体系，在就业、医疗、养老等方面，加快完善覆盖全国的“保基本”社会安全网，推动实现全国统筹、异地结转，增加便利性，为劳动力合理流动提供便利。

全面加强职业教育培训。逐步将职业教育培训作为一项基本公共服务加以提供，使面对结构和技术变化冲击的劳动者能有更强的职业选择能力，增强劳动力市场的活力和韧性，形成与结构转型升级和高质量发展相适应的人力资本支撑体系。

促进机会公平。进一步打破各种各样的行政性管制，开放个人发展权利，疏通社会流动渠道。防止社会阶层固化，拓宽纵向流动通道，改变有些地方对低收入劳动者的歧视性做法。在大体相当的条件下，在就业、升学、晋升等方面，给低收入阶层提供更多可及机会。

八、绿色发展为导向的资源环境体系改革

绿色发展包括但不限于环境保护和污染治理，正在形成包括绿色消费、绿色生产、绿色流通、绿色创新、绿色金融在内的绿色经济体系。把“绿水青山就是金山银山”的理念落到实处，加快形成包括发展理念、政策目标、重要领域、体制机制在内的绿色发展基本框架。

以应对气候变化促进经济发展方式转变。避免因经济下行压力而放松应对气候变化，制定更有力度的碳减排约束性目标，强化中国国家自主减排承诺。将绿色低碳转型纳入社会经济发展总体战略规划，持续提高能源资源使用效率，降低单位产值能源资源消耗量，实现人均收入提

高与污染物和温室气体排放逐步脱钩。逐步减少煤炭使用量，降低单位能源使用的温室气体和常规污染物排放量。全面深化经济转型、能源革命、环境治理、气候变化和公众健康的协同管理。将气候适应目标和行动纳入中长期规划，增强粮食生产、城市、基础设施建设、水资源管理等方面的发展韧性。

形成促进绿色城镇化的体制机制。从城市规划、能源、交通、建筑到各类产业发展，都应采用绿色发展的理念、技术、工艺、材料、设备、方法等，如无废城市、海绵城市、分布式可再生能源、被动式建筑等。制定政策激励措施，引导功能型城市向亲自然城市模式转变，保护市区内重要的城市生物多样性和自然栖息地，将生物多样性和生态系统服务纳入城市规划。

推广重大绿色技术与相应支撑性政策。由传统工业化发展方式转向绿色发展方式，从根本上说要靠绿色技术驱动。选择推广较为成熟、能够带来明显经济社会效益、发挥示范引导作用的重大绿色技术，包括绿色城市建设和建筑设计、绿色城市基础设施建设、绿色和可再生能源系统、污水处理绿色技术、绿色交通工具等。在交通、能源、供水、粮食、固废管理等领域，制订并实施碳中和、零废弃物的循环经济试点计划。通过法律、规划、标准、信息披露、财税金融政策等，推动这些技术和计划得以实施并具有可持续性。

以绿色消费带动形成绿色生活方式。将食物、出行、家居、衣物、生活垃圾和废弃物、绿色认证产品作为重点领域，制定实施国家绿色消费战略。以绿色消费为龙头，引领和倒逼生产和消费领域的全链条、全过程绿色化。餐饮、娱乐、物流等重点行业设定降低食物浪费率和废品率目标，并制定相关激励政策。把人均消费碳排放和绿色认证产品比例作为衡量绿色消费的关键指标，并纳入国家经济社会发展规划。完善促进绿色消费的财税金融政策、政府公共绿色采购政策，制定公民绿色消费指南，规范国家绿色产品标准和认证方法，设立绿色消费的国家统计指标体系。

推动碳排放权交易制度的完善和市场建设。把碳定价作为推动绿色低碳循环发展和能源革命的重要手段，促进能源结构低碳化。加快立法进程，将与碳市场相关的立法需求纳入《环境保护法》修订议程。加快建立和完善重点行业温室气体排放标准体系，把温室气体纳入环境监测和管控体系，使碳市场交易与排污许可证制度相衔接。完善碳定价机制，加强碳价对有效减排、低碳技术研发创新、低碳投资等的激励引导

作用。

形成经济社会环境协同发展的目标体系和核算方法。加快探索更具科学性、合理性、实用性的生态资本服务价值核算方法，解决好生态资本及其服务价值的“算账”问题，推动生态资本服务价值可度量、可货币化、可交易，使生态文明建设和绿色发展更多成为企业和居民的日常经济行为。通过发展观转换和核算方式改进，使传统工业化方式中外部化的成本内部化，绿色发展方式中外部化的收益内部化，重新定义、比较经济活动的成本和收益，在协调经济社会环境相互关系的基础上形成更具前瞻性和可持续性的发展目标体系，推动绿色发展成为低成本、可持续、有竞争力的新发展方式。

九、引领全球化为导向的开放型经济体系改革

中国是全球化和市场经济的积极参与者、重要受益者。全球化时代的竞争，说到底是不同经济体市场经济体系的竞争。在全球市场经济体系竞争中，中国不能落在后面，只能站到前面，这样才能把握大局，赢得主动。

以长远眼光维护和引领全球化进程。全球化遭遇冲击，包括世界贸易组织（WTO）在内的全球贸易投资金融等规则面临重大调整，几大经济体有可能走向“三零”（零关税、零壁垒、零补贴）。中国应以前瞻性、引领性举措，在维护自身利益的同时，推动全球治理结构合理变革，以顺应全球化进程的需要。

把对外开放的压力转化为对内改革的动力，加快制度规则性开放。国际谈判中涉及的一些议题，如打破行政性垄断、公平竞争、国资国企改革、产业政策转型、改革补贴制度、保护产权（特别是知识产权）、转变政府职能、维护劳动者权益、保护生态环境和绿色发展等，并不是别人要我们改，而是我们自己要改，是我们从长计议、战略谋划，从中国国情出发做出的主动选择。对外开放与对内改革相互推动，将有助于形成高标准市场体系，增强我们的长期竞争优势。

促进开放环境中的“中性竞争”。一是在出口和进口之间保持“中性”，通过出口扩大市场，获得规模经济和分工的益处，通过进口引进各种资源，提升国内产业技术水平和竞争力，在更大范围内提高资源配置效率。二是在吸收外资和对外投资之间保持“中性”，吸收外资带来的资

金、技术、先进产品、管理经验等，与对外投资带来的投资收益、出口扩大、当地生产优势等同等重要。三是在外资企业和内资企业之间保持"中性"，两类企业持有的优势资源不同，通过公平竞争筛选出竞争力强的企业，有利于促进国内经济发展和国际竞争力提升。

在"备胎""互卡"战略下构建技术和产业全球分工新格局。近年来美国对我重要企业"断供"、鼓吹技术"脱钩"等，对产业发展战略将产生重要影响，"备胎""互卡"可能成为重要经济体不得已的选择。这种战略必然降低参与国际分工的收益，但也有利于打破关键技术垄断，增加竞争，同时我国也可利用超大规模市场优势，降低研发和制造成本。应加大基础研究和底层技术研发投入，以企业为主体，加快攻克关键核心技术。由国家集中资源开展的创新项目，应聚焦于公共产品范围内的"卡脖子"问题。坚持经济全球化、科技对外开放合作不动摇，同时平衡好产业链安全性与扩大开放的关系，在新产业竞争格局中赢得主动。

对外开放应谋划一些更具想象力和前瞻性的重大举措。比如把自贸区开放与国内改革相结合，对内对外改革开放的一些重大举措，可在自贸区率先主动试行；在较大范围内，比如海南省或粤港澳大湾区，开展"三零"（零关税、零壁垒、零补贴）的试点，形成高标准市场体系、高水平对外开放的试验田，并与有关国家的部分地区对接，在全球开放中起到引领作用。

十、改革方法论：摸着石头过河仍未过时

提出改革仍要摸着石头过河，不少人表示质疑：改革开放已经40多年了，还有这个必要吗？这涉及对改革方法论的理解。

我们经常讲顶层设计和基层试验，顶层设计主要解决两个问题，一是指方向，向东还是向西，方向不能走偏；二是画底线，什么事情不能做，什么局面要避免。在此前提下，何种体制机制政策符合实际、管用有效，还是要靠基层试验，靠地方政府、企业、社会组织和个人去试，通过试错找到对的东西。

说摸着石头过河，是因为在改革开放发展中总是要面对大量未知和不确定的因素，不同时期要过不同的河流，并非只过一条河就可以了。改革开放初期，农村联产承包责任制怎么搞，城市企业改革、价格改革如何推，事先并不清楚，在试的过程中逐步摸出一条新路。许多成功的

做法，是地方、企业先试，效果不错，中央发现后总结提高，推广到全国。中国经济进入中速稳定增长期，要实现创新驱动的高质量发展，哪些行业、哪些地方能够率先突破，哪种办法切实管用，也是不大清楚或有很大不确定性的。顶层设计要求过这样一条新的河流，从此岸到达彼岸，但到底具体如何过，还是要靠基层试验。事后我们知道需要踩着五块石头过河，但开始时看到的是一片茫茫水面。可行的办法是把水面划分为100个方格，逐个试错。如果只有一个主体去试，需要很长时间；10个主体去试，时间只需1/10；100个主体去试，时间就更短了。创新本质上是一个试错过程，真正的改革就是体制机制政策的创新，需要调动社会各个方面去参与、去试验，好的体制机制政策在这个试错过程中才能脱颖而出。

关于政府作用，需要把中央政府和地方政府加以区分。中国是一个超大型经济体，中央政府和地方政府角色差别较大。中央政府在国家安全、发展共识、宏观经济稳定、全国统一市场、全国性基础设施建设等方面发挥主导作用，而地方政府则致力于经营自己管辖范围内的各种不可移动资源，硬的如基础设施，软的如营商环境，还要直接介入招商引资，通过有竞争力的不可移动资源去吸引企业这样的可移动资源。一个地方经济发展得好，是由于地方政府经营的不可移动资源与企业经营的可移动资源形成了高效互补效应。换个角度说，企业面对市场竞争、开展创新，要花大量精力去应对不确定性。而政府经营好不可移动资源，是在减少不确定性。企业在资源一定的情况下，就可以把主要精力分配到市场竞争和创新活动上，这就是好的发展环境的含义。反之，发展环境差，政府经营的不可移动资源问题多，如基础设施短缺、营商环境不稳，不仅不能减少，反而增加了不确定性，企业不得不抽出大量精力加以应对，能够用在市场竞争和创新方面的精力相应减少，市场活力和竞争力必然下降。

在这种格局下，地方政府的领导力、主要领导人的素质，进一步说，地方领导者的企业家精神至关重要。所谓企业家精神，本质上是创新精神，指能够对要素进行重新组合的眼界、胆略和技巧。企业家精神并非企业领导者固有，包括政府在内的各类组织领导者应该也能够拥有。当然，企业领导者也不一定都是企业家，有的只是循规蹈矩乃至平庸的管理者，政府机构领导者亦是如此。

中国特色市场经济的一大特色是地方竞争，这是传统的政府科层组织与市场经济相遇后的产物，或者说是改革前初始条件与改革开始后引

入新要素相互融合的产物。地方竞争很大程度上是地方政府领导者之间的竞争，有些地方发展得快且好，是因为当地领导者具有企业家精神，在政府机构形成了有效的激励机制，敢于并善于重新组合当地各种不可移动的要素，也就是想干事、敢干事，而且能干成事。强调发挥地方基层的积极性、创造性，基本的一条就是要把具备企业家精神的人才推到地方政府特别是城市政府的领导岗位上去。有了这样一批人，加上地方之间的竞争，许多意想不到的好东西就会冒出来。

改革就是要理顺关系，理顺解决问题的办法，不同的矛盾问题要用不同的体制机制政策应对，用经济学的观点说，就是要成本低、预期稳且可持续。改革开放以来，我们经常讲的一句话是，要用法律的、经济的和必要的行政办法。有的问题要用法律办法，如产权保护；有的问题要用市场机制办法，如价格调节；还有的问题，如应对突发事件，较多的要用行政性办法。容易出现的倾向，是不适当地倚重行政性办法，这样层层加码、形式主义、走极端就在所难免。比如，治理污染无疑是正确目标，但在有些地方变成了一刀切，以行政命令将小企业或化工企业一律关停，产权保护、成本收益都不讲了，其结果往往事与愿违，甚至一地鸡毛。强调地方探索、基层试验，就是要找到真正符合规律、符合实际、管用有效的体制机制政策，法律的归法律，市场的归市场，行政的归行政，如此才能提高治理效能。

中国仍处在重要的战略机遇期，但黑天鹅式的挑战也不期而遇，如中美贸易摩擦、香港乱局和疫情冲击。这些挑战有很大的不确定性，既带来困难和压力，同时也蕴含机遇。对华为断供，逼着我们的企业去补短板，而这些短板在风平浪静时是不愿去补的。抗击疫情中所显露的诸多漏洞，也将推动公共卫生管理体制乃至整个国家治理体系的改革。能否把挑战转为机遇，关键在于能否调动起社会各界的积极性、创造力，尤其是科技人员、企业界人士和各级政府官员的企业家精神。这方面有大的进展，就能激发出全社会巨大的增长潜能，推动中国进入创新驱动的现代化征途。

2020年5月

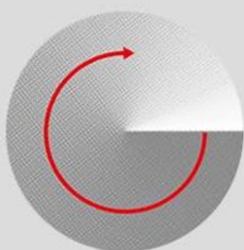
---

[1] “面向基本实现社会主义现代化目标的经济社会重点领域改革研究”课题组，课题组负责人、执笔人：刘世锦；课题组成员：曹远征、江小涓、唐杰、黄益平、徐林、李实、张平、刘守英、张文魁、张永生、刘培林、钟正生、赵勇、王子豪、徐晓龙。

第一篇

新发展阶段

经济社会发展的新目标和新挑战



实现社会主义现代化目标的改革重点

曹远征[1]

一、深刻总结改革开放经验

近200年的全球发展表明，当代的现代化是基于工业化的人类生产方式和生活方式的历史性过程。它既是劳动生产率的快速提升，表现为GDP与人均GDP的大幅提高，更是与工业化进程相适应的经济、教育、社会、文化以及人与自然环境（生态）制度安排形式的持续变迁。由于工业是以他人为目标的标准化、规模化的社会化生产，其内生逻辑及外在趋势是市场经济，所以以市场为导向的经济体制安排成为虽然不唯一但相对较佳的组织经济的体制形式。与此相适应，社会化的生产与消费使社会形态也逐渐由等级社会转向平民社会，并随着工业化的进程而呈现加速的趋势，突出表现为中等收入阶层的持续扩大。随着这一阶层的扩大，全民对经济社会的参与程度不断提高，不仅使权利分布出现分散化态势，而且更加细致化。最典型的反映在产权上。产权不仅仅是所有权，也是一组产权束，可分解为所有、占有、使用、收益等多种形式，并具有继续细分的可能；相应地，在社会权利分布上出现知情、参与、表达形式的细致化。为规范社会生活，法治成为必然的选择。通过法治来实行治理，法治社会因而成为现代社会的基本样式。其中社会成员的决策参与形式成为问题的关键，并构成了政治体制改革的动力。

需要指出的是，以工业化为基础的市场经济是一个自生长的秩序，并可以持续地自我扩展。纵向上，它持续生长，将与之相适应的秩序扩展到社会生活的各个领域；横向上，它持续扩展至全世界。到20世纪90年代，以“冷战”结束为标志，绝大多数国家采取了市场经济体制。体制的一致性极大地降低了制度性交易成本，使全球可贸易程度大大提高，不仅商品贸易有了快速增长，而且生产要素的国际交易也飞速发展。这体现为国际贸易增速快于GDP，而国际金融的发展速度又快于国际贸易。全球性投资贸易自由化的结果是出现了全球的供应链。一个产业不再拘泥于一国之中，而是横卧在各国之间，由此改变了产业的组织形

式。产业链条上外包的大规模出现，使企业管理更加扁平化，全球供应链管理成为企业管理的重要内容，甚至是最重要的内容。从这个意义上讲，全球化的基础是体制的一致化。当代的全球化是以市场经济体制为基础的以及与其相适应的其他体制的一体化。

中华人民共和国成立70年来，尤其改革开放40年以来，在追求工业化的努力中，计划经济体制的失败和市场取向性经济体制改革的成功，从正反两个方面体现了上述现代化规律不以人的意志为转移的客观性。反思改革开放40年经济成功的基本经验，无外乎两条：通过改革，将计划主导的国家工业化转变为由市场主导的民族工业化；通过开放，将这一民族工业化进程纳入经济全球化之中。与国际通行的市场经济体制接轨，使中国经济较为顺利地由初级进口替代转向初级出口导向，再由初级出口导向转向次级进口替代，进而转向次级出口导向。依此层层递进，螺旋式上升，中国产业结构不断升级，并因升级的加速引致经济总量的一维高速增长。这一特点明显地体现在中国加入世界贸易组织后的21世纪。短短40年，中国成为全球第二大经济体，而且有望在2035年前成为第一大经济体。从这个意义上讲，中国改革开放以来的经济成长，实际上是在特殊的历史条件下，通过改革开放，更大规模地重现了当年东亚国家经济成长的轨迹及经验。

综上，要在2035年基本实现社会主义现代化，就要深刻总结中国改革开放40年的基本经验，在深刻认识包括中国在内的世界现代化基本规律的基础上，剖析中国现代化进程中现阶段呈现的经济社会结构，探寻其影响进一步现代化的主要症结，找出克服症结的主要领域和重要环节，徐徐图进，持续改革，力图在每一个时点上都能形成支撑现代化进程的体制依托。

二、中国现代化进程进入新阶段

所谓中国在更大规模上重现当年东亚国家经济成长的轨迹及经验，是基于这样一个客观经济事实：一如其他亚洲国家，中国也同样存在着二元经济结构。一个弱小的工业部门，因其劳动生产率较高而能提供较高的劳动报酬，吸引着边际劳动生产率趋近于零、劳动报酬递减的传统农业部门的劳动力向工业部门转移。这不仅能增加劳动力的报酬，同时也增加了资本产出，成为工业再投资、扩大再生产的来源。由此，形成劳动力无限供给条件下的经济增长过程，即工业化过程。这一工业化过

程，也是国民经济结构的转变过程，不仅呈现为国民经济结构由农业向工业的转变，而且在工业内部也呈现为由初级工业化（轻工业）向高级工业化（重工业）的转变。若将这一过程纳入全球经济体系，通过进口替代与出口导向的有机衔接，层层递进，会加快上述结构转变。日本和韩国就是以这种经济发展方式实现经济跃升的，并晋升为经济合作与发展组织国家。

中国的改革开放基于这样一个客观事实：区别于其他亚洲国家，中国是在计划主导的国家工业化基础上，引入市场经济并向世界开放的。在20世纪80年代，人们曾用“倒爬梯子”来形象地描述这一过程。它有别于在不加管制的自然状态，即市场经济中发育的其他亚洲国家的工业化进程。换言之，40年来，中国经济的发展过程同样也是体制改革的过程，两者相互缠绕，“横看成岭侧成峰”，构成了中国的特别国情。

从体制改革角度观察，中国过去40年的历程，是制度变迁的过程。它发端于农村，进而出现了路径依赖。中国的改革是1978年从计划经济体制最薄弱的农村环节开始的。随着联产承包责任制的出现，“三级所有，队为基础”的“一大二公，政社合一”的人民公社体制被打破，农民的种田积极性得到了发挥，粮食产量迅速上升，加之农产品统购统销制度的取消和流通环境的改善，农民的货币收入大幅增加。受工业化规律的支配，农民将货币收入转化为资本，投资于工业，尤其是投资少、见效快的轻工业，出现了大量的乡镇企业。这些工业企业无论是所有制形式还是运行方式，都有别于传统的国有国营的工厂，其追求的目标是利润最大化。由此，在经济的微观基础层面形成了市场主导的“一轨”，其目标和行为都有别于计划主导的国有国营工厂，形成相互对照的“双规并存”局面。反映在宏观层面，最明显的表现就是价格双轨。由于市场经济是一个自生长的秩序，在逻辑上，市场“一轨”对整个经济体制变迁具有边际引导作用，并随着这一引导作用日渐加大，市场经济终会取得主导地位，形成“一轨（计划轨）变两轨（计划与市场并存），两轨变一轨（市场轨）”渐进式体制演变。

中国改革开放40年的经验事实表明，逻辑的进程与历史的进程是一致的。表现在微观基础层面，时至今日，市场导向的非国有经济已成为中国经济的主要成分，不仅占据GDP的一半以上，而且成为提供就业的绝对主体。更为重要的是，非国有经济所展现的竞争优势，诱导并促使着以指令为目标的国有国营工厂的行为及机制产生了质的变化，使其逐渐确立了利润最大化的目标，治理机制也逐渐向现代化方向转变。如

今，国有企业已基本完成公司化改造。表现在宏观层面，价格不再是计划经济体制下核算的工具，而逐渐具有引导资源配置的功能。起初表现在生活资料上，随后是生产资料，进而是各种生产要素。如今，汇率、利率市场化尚在完善之中，其余价格配置资源的功能已开始发挥作用。与此同时，宏观经济管理体制为了适应市场经济发展需要也发生了相应的变化。政府行政指令直接调控经济在减弱，而间接调控在加强，呈现出由直接调控向间接调控加快过渡的态势。目前，中国市场经济体制的框架已基本形成，并难以逆转。

从经济发展角度观察，中华人民共和国成立后，就明确提出了“以农业为基础，以工业为主导”的工业化国家战略。但是，在计划经济主导下，工业化都是以扭曲的形式展开的。计划经济强调第一部类优先增长，并利用行政力量以动员的方式进行国家工业化，使工业领域形成大量清一色的国有国营工厂。这种方式虽然使工业在国民经济中的比重快速上升，然而，由于国有国营工厂是政府的附属机构，是以计划指令而不是以市场需求为导向的，结果造成轻重工业的比例失调，“轻的过轻，重的过重”。更为重要的是，这种人为的国家工业化，为降低工业领域的工资成本，采取了对农产品的统购统销政策，并通过政社合一的人民公社限制了人口流动，从而割断了农业与工业之间的产品与劳动力流动的自然联系。其结果是：一方面，从国民经济产值看，在工农业生产总值（计划经济口径）中，工业的比重占大头；但另一方面，从劳动力分布看，农业劳动力占全部劳动力的大头。这表明二元经济结构并未成为工业化的支持条件，反而以割裂的方式加剧着城乡的对立。需要指出的是，这构成了改革开放的历史背景和动力。

1978年后，随着改革逐步深化，市场经济的发育，使以轻工业为主的乡镇企业及非国有经济快速发展，在工业占GDP比重持续提高的同时，重工业比重却在下降，轻重工业的比例由此得到改善。直到20世纪90年代中后期，重工业的比重才再一次超过轻工业并持续上升。这表明，在市场经济条件下，扭曲的经济结构得到了调整，并重现了亚洲国家工业产业升级的自然轨迹。截至目前，中国已进入重化工业化的中后期，经济结构面临着向服务业的转型。

中国经济体制及中国工业化的上述新变化也深刻地反映在中国与世界的关系上，并形成了国际社会对中国的认知困难。这特别突出地表现在“中国还是一个发展中国家吗？”这一问题上。

现代国际关系理论认为，当代的世界体系是资本主义占主导地位

的“中心—外围”体系，即发达国家是中心，发展中国家是外围；中心支配着外围，外围服务于中心。反映在经济关系上就是发达国家向发展中国家出口工业制成品，而发展中国家向发达国家出口初级产品，两者形成垂直分工关系。若以这个角度观察中国，可以看到中国对其他发展中国家的进出口类似于发达国家，即中国向其他发展中国家出口工业制成品并进口初级产品。但是换一个角度观察又会发现，中国向发达国家的出口尽管是工业制成品，但多是劳动力密集型产品；中国从发达国家进口的多是资本密集型，尤其是技术密集型产品，从而又呈现出发展中国家的特征。

上述情况表明，在现有的“中心—外围”世界格局中，中国已处于半中心半外围的地位。从发展中国家角度观察，中国是中心；从发达国家角度观察，中国仍是外围。中国这种半中心半外围的国际地位，不仅带来认知的尴尬，更成为世界格局变动的新因素。中国以此走近世界舞台的中央，未来的世界秩序期待中国方案、中国行动以及中国发展。

通过对以往40年中国现代化努力的回顾可以看到，中国现代化进程已经进入一个新阶段:　　表现在经济体制上，市场经济的理念已深入人心，并渗透到经济生活的各个环节和领域。市场经济活动在细枝末节的娴熟运行，奠定了市场经济体制的基本框架，并使其日趋完善且具有不可逆转的趋势；表现在经济发展上，经济结构出现了符合规律的升级，不仅重化工业在工业中的比重逐步升高并日益高技术化，而且服务业比重开始超过工业，显现出国民经济活动支柱产业的势头。这些都表明中国已进入工业化的中后期，并步入以服务业为主的后工业化阶段。综合上述两个方面，中国在已有的“中心—外围”格局中已脱颖而出，不仅是第二大经济体、第一大贸易体，而且成为半中心半外围的经济体，影响着全球的未来。凡此种种都表明，过去40年体制安排是有效的；通过持续性的因势利导式改革，体制已成为支撑中国现代化进程的依托。这既是改革开放初心的体现，也是中国成功经验之所在。

三、财政体制改革是中国社会转型的关键

然而，在中国经济取得巨大成就的同时，也不能不看到中国经济社会又到了新的转型时期，需要体制创新，进行新的体制安排。过往的体制导向支持工业化，尤其是支持劳动密集型制造业。但是，一方面，重化工业产能的过剩标志着工业化已进入中后期，技术密集型产业成为产

业升级的方向；另一方面，随着居民收入水平的提高，更好的生活质量也成为社会的需求。两者都指向了服务业，产生了服务业的发展日益快于制造业的历史趋势。目前，服务业在GDP的比重已达56%，开始成为国民经济活动的主体部门。这预示着中国现代化进程步入后工业化时代，从而使得过往的体制安排显得应对空间局促，缺乏弹性。结论由此显而易见。面对后工业化服务型社会的来临，需要更新观念，在此基础上进行新的顶层体制设计并精心实施，通过持续深化改革，使体制始终成为支持现代化进程的依托。因此，需要对服务业发展的体制需求做出描述。

首先，服务性产品的需求价格弹性显著高于实物产品，即它更多地服从于偏好，更少地依赖基本需求。由此决定了其不仅行业分布广、分化日益细化，而且同种服务产品也有层次之分，品牌时尚也成为影响因素。个性化需求是服务业面对的基本事实，并因此形成有别于实物产品具有的客观标准，难以进行大规模制造，从而对经济社会管理带来了新的挑战。举例来说，乘用汽车是满足出行需求的，需求单一且可同质化。与此同时，汽车物理属性决定它的零配件数量标准，并因此决定了汽车的单位生产成本。从管理学角度观察，汽车的这种性质决定了汽车进入市场的时点及生产规模的参数。对政府来讲，这些参数形成的量产规模决定了用地面积、投资数额、建设进展及阶段划分等经济指标，政府可以借助这些参数形成产业政策及相关的扶持措施。换言之，由于汽车工业参数的客观性使其生产可以依赖行政手段进行安排。相比之下，服务性产品标准不具备物理的客观性，而是约定俗成的，并会持续衍生，从而难以利用行政手段介入产品的生产方式和提供方式。因此，创造适应服务业发展的氛围成为政府的要务。此前，政府的管理更多是通过专业监管来发挥作用。因此，简化行政审批，尤其是准入审批，规范准入后监管和加强政府全程服务应成为题中之义。深化“放、管、服”改革，使体制具备弹性是必然趋势；而立法立规，建立社会和产业的长期预期，依法依规界定政府与市场边界，形成行业自律和外部专业监管相互支撑的体制机制是体制安排的要义。

其次，由于一般性服务业劳动生产率通常低于制造业，这就使经济潜在增长能力下降，造成经济增速放缓。为避免经济增长的过分减速，就需要推动服务业高端化。国际经验表明，医疗、教育、科研、金融服务等是高端化的主要领域。在这些领域建立并完善与其相适应的体制机制尤为重要。而现行经济体制极不适应创新国家建设的历史要求，并特别突出地反映在科研成果的转化上：既未有效地建立鼓励科研院所、大

专院校转化成果的体系制度安排，也缺乏对科研教学人员成果创新与转化的激励机制，全社会尚未形成尊重科研成果的氛围。从国际经验看，对科研人员和知识产权的专门立法及保护十分重要。这是推动创新与转化的关键。

最后，服务性产品的提供需要社会基础设施予以保障。除硬性基础设施外，更多的是需要诸如公共卫生、环境保护、基础教育、养老体系等软硬兼顾，甚至以软为主的基础设施。从目前的情况看，社会基础设施不仅投入不足而且也未形成长效机制。就医难、就业难、养老难就是体现。由于社会基础设施具有外部性，政府加大投入是必要的。但与此同时，创新制度安排，吸引民间资本参与也是可行的。各国经验表明，这一领域也是政府与社会资本合作（PPP）的重要领域。举例来说，农村留守儿童教育是当前社会关注的一大热点。对此政府不必一味加大投入，而可以采用教育券的形式，发放给需要受教育的儿童家庭，由其选择到教育资源充沛的地区，或公办或民办的学校就学。这种当地政府购买异地教育服务的PPP方式，既减轻了当地政府的财政压力，也有利于全国教育资源的均衡使用，同时还解决了家庭团聚等社会问题。这里需要说明的是，虽然PPP方式在中国运用已有多年，但多用于硬性基础设施建设与运营，而社会基础设施的建设，尤其是运营却始终不变。更重要的是，在中国已有的PPP方式运用中，不少项目发生在政府与国有企业之间，这实际上与PPP的初衷相悖。PPP的核心是利用政府与民间商业机构迥然不同的治理结构以及由此产生的彼此相异的激励机制，在平等的基础上形成政府与民间资本的伙伴关系，实现激励相容，这也是PPP成功的基础。而政府和国有企业，因目标一致，治理结构多有雷同，激励机制差异不大，极易造成过度投资，项目运营难以维持，陷入“债务陷阱”。简言之，在PPP方面，政府的职责仅是出制度、出监管，并以立法的形式巩固下来。此次新冠肺炎疫情的冲击提醒我们，建立和完善包括PPP在内的社会基础设施投入与运营体制，并形成长效机制已刻不容缓。

综上所述，服务业发展以及由此预示的后工业化服务型社会的来临，产生了对体制安排的新需求。它不仅反映在经济体制上，还反映在包括政治体制在内的涉及国家治理体系的其他配套体制建设上。换言之，新时期国家治理能力的建设要求已迥然不同于工业化时期，它需要新体制，需要经济、政治、社会、文化、生态五位一体的深化改革。

这一深化改革的历史性要求首先反映在政府管理经济社会的职能改

变上，突出地体现在财政体制改革上。现行的财政体制建立于1995年，那时中国尚处于工业化的初期阶段。虽然工业快速发展，但重工业比重仍落后于轻工业，即轻型工业时期。当时的体制改革要求就是如何形成支持重化工业的制度安排。由于政府，尤其地方政府是工业化的主要推动者，财政体制的设计目标就成为：在保护政府，尤其保护地方政府经济建设积极性的同时，在国民收入方面，实现中央和地方政府之间的合理分配。在约束条件下，这种维持原有事权，仅就财力及相应财权的有限改革目标的设计，体现为两个比重的提高：财政收入占整个国民收入比重的提高和中央财政收入占全国财政收入比重的提高。

近25年来中国经济社会的表现表明，当时财政体制改革的目标设计是合理的，效果也是明显的。这不仅反映在两个比重的提高，尤其是中央财政收入的提高上，更重要的是反映在保障了经济活动和社会活动的有序上。这一目标设计既为市场经济条件下工业结构的转型发展提供了外部条件支持，也支持了“抓大放小”、压锭限产、破产重组等一系列改革举措。1995年以来，重工业的比重再次并持续超过轻工业，既标志着中国在市场经济的轨道上重新进入重化工业化，也彰显了这一轮财政体制改革的有效性。

必须指出的是，随着2001年中国加入世界贸易组织，重化工业纳入全球化，使中国工业水平开始全面升级，这一财政体制的历史任务不仅基本完成，而且因当年有限目标设计使其弊端日益暴露。由于在财力向中央集中的同时未界定政府的事权，尤其是中央与地方，以及地方各级政府的事权，致使各级政府财政支出责任不清晰，造成地方政府为经济建设过度举债，不得不依靠土地出让金来偿还，形成政府支出日益依赖“土地财政”的顽疾。这同时成为房价高涨、妨碍民生、营商成本过高的主要原因，影响了经济社会的发展。因此，改革并重塑财政体制成为国家治理能力建设的关键环节，是牵一发而动全身的改革重点领域。

首先，从中国现代化的发展趋势看，财政体制改革应顺应后工业化服务型社会的要求，从政府职能由建设型政府转变为服务型政府着眼，从事权改革入手，重新厘定中央及各级地方政府的支出责任；加大包括社会基础设施在内的民生支出，减少对硬性基础设施，尤其是竞争性工业投资的支出；切实硬化预算约束，建立权责分明、支出责任与财力相匹配、可追溯可问责的财政新体制。

其次，在中央与地方的财政关系上，基于中央财政财力占大头的客观事实，将包括社会基础设施投入在内的全局性和重大的支出责任集中

于中央，以形成中央财政支出责任与财力相匹配的格局。在这种格局下，以公共服务为导向厘定地方各级政府的支出责任，以加快政府由建设型政府向服务型政府转型的步伐。这既可以匹配其财力占小头的实际情况，又可满足服务型社会政府服务在基层的客观需要。若地方财力不足，可由上级财政，尤其是中央财政在规范透明原则下的一般性转移支付予以弥补。只有特定情况或特殊地区可使用专项转移支付。

再次，规范财政收入来源，全面纳入预算管理，使之正常化、制度化，形成稳健的预算收入。一是在《预算法》的基础上，切实打通税收收入、政府基金收入、国有资本所得收入以及社保收入之间的连接，做到统一预算。更重要的是统筹支出，特别是建立将国有资产所得收入作为调节社保支出的规范化制度保障，以应对老龄化趋势。除国有股权正常性地划入社保，使社保获得稳健资本利得收入外，在老龄化的高峰阶段，还可通过国有资本变现的办法来弥补社保支出。二是在稳定财政预算赤字的基础上，建立国债弥补的正常化机制。其中的重点是建立有序的、国债市场需要的、期限结构合理的体系性的国债品种，以稳定金融市场预期。必要时可发行特别国债，以弥补非正常支出。顺便指出，上述两条都需要资本市场的支持。因此，中国资本市场的发展及金融体制的改革具有支持财政体制改革的重要作用，需加以重视。

最后，在坚持税收法定原则的基础上，展开适应服务业发展的税制改革。一是增值税转型改革。以前虽然进行了营业税的增值税改革，促进了服务业发展，但毕竟现有的增值税基础还是生产型的，需要加大向消费型转型的改革力度。二是推动消费税、房地产税及遗产税等税种的设立。这不仅有利于开辟、增加地方财政收入，而且具有促进服务业发展的导向作用，并能公平赋税。

需要指出的是，财政是一半财一半政，是国家治理体系和能力的基础。建立适应现代化新阶段后工业化服务型社会发展需要的财政体制，是一项基础性的龙头改革工程。这一改革只有定位准确并积极展开，其他改革任务才能相应展开，配套机制才能形成，功能才能发挥。以金融为例，一旦建立了在财政赤字稳定基础上的有秩序的国债市场，金融机构在资产配置中便会大规模持有国债，它们可以通过卖出国债来获取流动性，而央行可通过买入国债来影响利率。由于国债收益率曲线是无风险收益率曲线，即市场基准利率，如果国债品种期限和结构合理，这一基准利率便可以从近端向远端传导。如果央行通过公开市场业务调控这一基准利率，就会使市场收益率曲线发生系统性响应，当前所谓利率传

导机制不畅的问题便迎刃而解，央行的货币政策便由数量调控转向价格调控，相应地，也会引导中国金融机构围绕这一无风险收益率曲线进行风险资产配置，从而推动中国金融由间接融资向直接融资转变。这也是十八届三中全会提出的利率市场化，即“建立健全国债收益率曲线”金融体制改革目标的初衷所在。

综上，我们认为，中国正处于由工业服务型社会向后工业化转型的起始阶段，未雨绸缪，面向未来进行体制安排的设计十分重要，其中财政体制改革是关键。

四、重视城市化率与居民收入的增速

党的十九大提出“两个一百年”的经济社会发展的宏伟目标。其中后一个一百年又分两步走：第一步到2035年基本实现现代化，第二步到2050年全面实现现代化。未来的15年是中华民族伟大历史复兴的关键时期。在这一时期，不仅经济总量有望成为世界第一大经济体，而且要基本实现共同富裕。共同富裕既是人类千百年来的追求，也是创建社会主义制度的本质规定性，这就要求中国在经济、政治、社会、文化、生态等方面全面发展。为此，需要建立支撑全面发展的体制依托，“五位一体”的全面改革深化势在必行。当前以财政体制为中心的经济体制改革仅是前奏，是突破口，未来改革还需要深入到政治、社会、文化生态体制上。面对这一改革态势，有必要从更广的视角，通过梳理经济社会发展的历史脉络，进一步确认改革的时序、顺序安排及推进方式。

一般认为，过往40年来通过持续性的深化改革，建设了满足工业化需求的市场经济体制，使中国经济出现了合乎逻辑的产业结构升级，进而实现了经济总量的高速增长。这成为中国经验的基本内容。但这仅是故事的一面，中国故事的另一面，或许从社会发展角度看更为重要的一面，是中国居民人均收入的快速提高。1978年，中国的人均GDP仅为381元，当时的城镇居民人均可支配收入仅为343元，而农村居民人均纯收入更低至134元。按当年的汇率核算成美元，人均收入分别为120美元和50美元。如果按2011年以不变价人均2300元、现价为3000元的贫困线标准计算，不考虑通货膨胀因素，1978年，97.5%的中国人口是达不到贫困线标准的。2019年，中国GDP已达99万亿元。换算成美元，人均GDP已达1万美元。按人均收入通常为人均GDP的90%计算，2019年中国的人均收入已超过9000美元。

40年来中国人均收入的快速提高，不仅扩大了物质产品消费，支持产业升级，也增大了服务产品消费，反映在社会指标上是人均受教育程度普遍提高，几乎人人完成了九年制义务教育。同时，医疗健康水平也显著提高，婴儿死亡率显著下降，预期寿命显著增长。中国人均收入的持续提高带来的消费增长，使2019年中国商品零售总额超过了美国，成为全球最大的消费市场。由此也使中美贸易之争变为世界消费中心转移之争。它使中美贸易摩擦不至于出现零和的结果，而有可能向中美共治（G2）的方向转化。从这个意义上讲，居民收入的提高不仅扩大了物质产品消费，也使服务产品的数量和质量均得以提升。在经济发展的同时，社会也得到发展，并且还有可能引领全球化。这些既构成了中国现代化的鲜亮底色，也决定了持续提高中国居民收入水平在未来现代化进程中的重要意义。

如果更深层次细致观察中国的居民收入，可以发现，尽管中国居民收入仍在增长，但是阶层却出现分化，出现了“两个中国”的现象，即一个高收入中国和一个低收入中国。根据中国宏观经济学会2019年相关研究报告，2018年有3亿人口的年人均收入在2万美元左右，而另外10亿人口的年人均收入仅为4500美元，两者之间不是通常的连续正态分布，而呈现为不连续“工”字形分布。对一个3亿人口的高收入中国而言，其人口总量已与美国人口相当，其消费能力与消费习惯直追美国，是中国经济发展、社会生活中最活跃的人群，主导着消费升级，引导着产业变动的方向。从这个意义上讲，当前中美贸易摩擦，实际上是3亿人口的高收入中国与3亿人口的美国之间的竞争。对一个10亿人口的中低收入的中国而言，其人均年收入水平仅仅达到小康，有的甚至刚刚脱离绝对贫困。在这个群体中，恩格尔系数仍在较高水平。他们虽然对美好生活具有强烈的向往，但消费能力有限。他们仍是经济和社会发展中沉默的主体，主动性不强，只是被动接受市场经济而尚未或难以积极参与。这“两个中国”构成了当代中国经济社会的新二元性。

需要指出的是，这一新的经济社会的二元性已不同于改革开放初期的二元性。当时的二元性是工业经济和传统农业经济的二元性，在社会形态上表现为现代工业社会与传统农业社会的二元性。这存在于工业和农业之间，呈现在城乡之间。与此同时，因计划经济体制造成的人为割裂，导致了城乡对立，表现为农村拥有庞大的剩余劳动。现在的二元性是人均收入的二元性，虽然仍表现在城乡之间，但性质已发生了变化。改革开放40年来，随着市场经济的发展，市场的力量促使二元经济向一元化的工业经济转变。它表现为在工业GDP比重升高的同时，传统劳动

力不断向工业领域转移，进而使农业劳动力的工资收入与工业部门同向上升。如今，农业部门的劳动力人均收入与工业部门劳动力人均收入的差距明显缩小，在许多地区已经基本持平。这预示着农业部门劳动力虽然还过剩，但只是相对过剩，绝对过剩的现象已经消失。这种工农业部门劳动力人均收入差距的缩小，表明目前人均收入的二元性不是因工业和农业边际劳动生产率的差异造成的，而是中国工业化进程中特殊城市化道路产生的新问题，集中体现为“地城市化了，人却未相应地城市化”。

用一种更学术化的详细表述，即由于工业是大规模生产的，工业的聚集地就是城市，所以工业化必然导致城市化。城市化表现为人口的集中，并因人口的集中促进了服务业的发展，相应地产生了包括公用事业、房地产等在内的城市基础设施的需求，由此使工业化中后期出现了城市化快于工业化的现象。改革开放40年来，市场导向的工业化虽然无可避免地出现了符合规律的中国城市化进程，但是更多地表现为工业基础设施的城市化。在出现多个千万人聚集的大城市的同时，对人服务的城市化却严重滞后，就业难、就医难长期存在。产生这一问题的原因，从体制角度观察，是市场取向性的经济体制改革虽然克服了计划经济造成的工农业分割和城乡对立，从而支撑了工业化，但因社会体制的束缚，城市化又不能以其自然过程充分展开，从而滞后于工业化的发展。换言之，中国的城市化在受工业化规律支配的同时，却因社会体制的制约，以扭曲的形式展现出来，这特别突出地体现在人的身份，尤其是农民工的身份上。目前，中国的城市化率虽然已达到60%，但其中仅有40%左右为拥有城市户籍的常住居民，其余20%是农民工，人数高达2.8亿。他们在城市就业，但不拥有城市户籍，属于半城市化人口，不仅因流动性强，工资难以正常增长，而且也不能享受城市户籍人口的各种福利。收入长期盘桓，使他们对未来预期不稳，造成了他们消费行为的扭曲。据中国宏观经济学会2019年的研究发现，目前8亿农民中，家庭收入的50%以上来自城市务工收入，如果把诸如良种、化肥、农药、农机和休耕等补贴以及农产品支持价格也计算在内，农户来自城市的收入已近70%。与此同时，研究也发现，农民工在城市的消费行为是维持基本生存，而不是发展，其消费仅占工资支出的30%。农民工家庭在城市拥有住房的比例仅为18%，培训、住房、娱乐等发展性人力资本支出更是微乎其微。农民工将其城市收入的70%汇往农村，其基本用途是在宅基地改建扩建住宅。然而，由于农村缺少就业机会，又使这些住宅常年闲置，由此形成了农民有财产，却没有财产性收入的局面，加重了其收入

的徘徊。这种情形造成了其极低的边际消费倾向。虽然过去10年最低工资每年平均提高10%以上，但农民工的消费并未同比例上升。由于农民工数量庞大，这种态势开始在全局影响有效需求的提升，久而久之，会使产能过剩更加严重。因此，无论从何种角度观察，解决农民工的市民化问题都是当务之急。这既是解决城市化滞后于工业化的遗留问题，也为未来后工业化的服务型社会的城市化铺平道路，因为中国不可能带着8亿农民进入现代化。建议在“十四五”期间重点解决有关农民工市民化的两个问题：

第一，以农民工城市户籍为表征的深层次配套体制问题。2019年，中国政府宣布300万人口以下城市全部放开户籍，500万人口以下城市重点人口放开户籍，在北、上、广、深等一线城市积极落实积分落户政策，这为农民工市民化打开了大门。但是农民工市民化不仅是一个户籍登记，其背后更深层次的问题是住房、教育、社会保障等，涉及教育、医疗、基础设施等资源配置的众多方面。我们认为，在住房方面，发展方向是培育租赁，尤其是长租和以租代售市场，不仅政策要向这方面倾斜，而且应该形成制度并使之长效化；在子女教育方面，可用教育券来调配现有教育资源，挖掘潜力，并放松民办教育的准入限制，延长中小学教师的退休年龄，鼓励已退休的教师到民办学校任教，同时用政府购买的方式扩大特岗教师名额及支持力度；在社保方面，首先要解决异地社保以及新农合的转接，尤其医保的结算问题，形成规范并广而告之，在此基础上鼓励企业将年金制度及商业保险覆盖到农民工。

第二，土地尤其是农村集体建设用地和宅基地流转制度问题。目前，农田用地已允许用益权的转让，同时也允许农村集体建设用地直接入市，但在细节上的改革深化仍不足，致使其流转不畅，需再抓落实，打通“毛细血管”。与此同时，要积极研究宅基地的流转制度并在“十四五”期间给予兑现。上述这些土地流转问题的解决，不仅有利于增加农民的财产性收入，更重要的是有利于克服农民瞻前顾后、不愿长期融入城市的心理，促使其生活习惯及消费行为向城市化转变，以克服社会的二元性。

我们认为，既然中国改革开放40年的经验表明，工业化以及由此推动的城市化是中国居民提高收入，尤其是中低收入阶层提高收入的主要途径；既然中国经济社会已进入工业化中后期，并呈现出服务业加速发展的势头，以后工业化服务型社会的全新视野，超前规划城市化路径、体制及区域安排就势在必行。

中国是一个人口大国，其城市化路径可能有别于其他国家，以特大城市为中心的城市圈和城市带可能是其发展方向，而不是遍地开花的城镇化。其中长三角、珠三角、京津冀的城市发展规划及协同体制建设尤为重要。

从全局看，面对城市化的新趋势，可考虑调整行政区划，改革行政体制。过去的行政区域建立在农业经济的基础上，以土地尤其是耕地面积为主要依据，相应的行政组织形式是省—地—县。尽管近年来因城市化发展，不少地和县已改为市，但总体来看仍未脱离原行政区划的体制框架，其行政管理思路，特别是县一级行政管理思路还拘泥于传统农业社会的管理模式，仍不适应城市化的发展。我们认为，未来行政区划的框架应以城市为基础，不仅管理理念要告别传统农业社会，而且行政组织形式和政府功能也要相应地与现代城市管理相匹配。建议对此应未雨绸缪，早做研究，并做好预案。

我们注意到，过去10年是中国居民收入快速增长的10年。“十二五”规划提出“两个提高，两个同步”，即在初次分配中，提高工资收入的比重并使其增长与劳动生产率提高同步；在国民收入中，提高居民收入的比重并使其增长与GDP增长同步。随着“十三五”规划的持续发力，10年来，顺应城市化发展的政策开始制度性地进入经济社会生活，使中国城市化率一改过去波动增长的态势，进入每年1%以上的稳定增长轨道。与城市化相适应，10年来，居民收入增长基本与GDP增长同步，而人口占大多数的农民收入增长又显著高于GDP增长。经过两个五年规划，再加上脱贫攻坚，今年（2020年）不仅中国居民的平均收入有望比10年前翻番，而且农村居民的收入增长还将高于平均水平。特别是今年中国将消灭绝对贫困，使中国以消费为代表的内需有了强劲的扩大。中国因此成为超过美国的世界上最大的消费市场。我们测算，如果未来15年中国城市化率维持现有增速，中国中低收入阶层的居民收入有望继续维持高于GDP增速的增长；如果中国居民收入增长维持在5%以上，再增长15年，到2035年，中国居民收入会再翻番；如果10亿人口的中低收入阶层的居民收入增长速度快于平均速度，15年后可达到目前中高收入阶层的水平，仅此一项，2035年，中国就是20万亿美元的居民收入规模及相应的消费市场，它会使现有的低水平的产能过剩大大缓解，为夕阳产业转型提供时间和空间。如果不断深化对外开放体制改革，使这一市场规模加入全球化，中国不仅能带动世界经济增长，而且能引领全球化的潮流，以实际行动改善全球治理体系，进而为人类实现全球命运共同体做出中国贡献。

综上所述，我们的结论是：纲举目张。面向2035年改革开放的基本思路，对内是以新型城市化为纲，着力促进中国居民，尤其是中低收入居民的收入增长，为扩大以最终消费为目标的内需创造条件；对外是以中美关系为纲，创造和发展和平稳定的国际环境，在内需扩大的基础上，缔造以国际贸易和投资中性化为代表的制度性开放体系，使中国日益扩大的市场有机地融入世界，以此来捍卫和引领全球化。

---

[1] 本文作者曹远征系中国宏观经济学会副会长，中国经济50人论坛成员。

现代化新征程中的新挑战和新问题

刘培林[1]

按照党的十九大部署，我国将在全面建成小康社会的基础上，乘势而上，开启全面建设社会主义现代化国家的新征程，到2035年基本实现社会主义现代化。在新的更高起点上实现这样的奋斗目标，我国面临着许多迥异于以往的问题和挑战，我国自身的经验、国际上的经验，似乎都难以为解决这些问题提供直接的借鉴。为此，需要深入分析今后发展的潜力、面临的环境和条件，围绕现代化新征程中的新挑战、新问题，寻找可行的解决之道。

一、我国现代化的可能前景

到2035年基本实现现代化，人均GDP达到中等发达国家水平，是十九届五中全会确定的奋斗目标。参照日本、韩国等一些成功实现经济追赶的经济体经验，从潜力上讲，到2035年基本实现现代化时，我国名义人均GDP接近美国的40%，经济总量以一定幅度超过美国，成为世界第一大经济体，是有可能的。[2]

如果我国能够实现高质量发展，避免大起大落，管理好对外经济关系，顺利释放到2035年的发展潜力，并在此基础上再经过15年的努力，到本世纪中叶成为社会主义现代化强国时，人均GDP水平达到美国的一半，那么，我国的GDP将有潜力接近美国的2倍，作为世界第一大经济体的地位将更加突出。

我国经济规模大起来，成为世界第一，这件事本身就有很多直接的意义。巨大经济规模意味着许多现实和潜在的产业具有实现规模经济的空间；即使按照和其他国家一样的比例投入研发资金，我国可以动员的研发资金总量也要比一般国家多得多，从而可以同时支撑很多领域的技术研发。同样一件技术突破在我国的溢出效应会很大。

除此之外，还有一个重要的间接意义，即我国将享受到不成比例的大优势，但也要承担不成比例的大责任。比如，在我国经济总规模世界

第一、GDP占世界的份额达到30%后，全球500强榜单中落户我国的企业数量将远远超过30%；研发人才总量占全球的比例也将超过30%，从而在全球资源配置体系中的影响力要远远超过30%。当然，在全球诸多公共物品供给中，有一些公共物品需要我国承担大于30%的份额。从一定程度上讲，不成比例的大优势和大责任是对应的。

二、增强对财富的吸引力

我国到2035年基本实现现代化，在经济规模增长到上述体量的过程中，人民群众的收入水平和财富水平将相应增长，会形成一大批中等收入群体和一定数量更加富裕的群体。而中等收入群体和更加富裕群体的未来增量，将主要来自民营部门。为此，需要围绕提高人民群众的财产安全感深化改革，健全法治。没有这样的改革和法治保障，共享发展理念中人人参与、人人尽力的内涵将难以完全落实，进而创新发展和生产率提升的动力会打折扣，社会公平正义也会受到很大影响。

深化这方面的改革，也是提高储蓄和资本积累、创造更多就业机会、提高国家竞争力的内在需要。根据亚非银行发布的《全球财富转移报告》数据，2018年我国已经跻身世界第二大私人财富市场，2008—2018年我国私人总财富增长了130%，增幅居全球之首。[3]

但是，仅2018年一年，我国高净值人士净流出数量占比为2%，虽然从占比上不是全球最高的，但涉及的人数为1.5万，从流出的绝对数量看位居全球之首。[4]相比之下，澳大利亚、美国、加拿大和瑞士等作为高净值人士迁入数量最多的国家，分别净流入1.2万、1万、4000和3000人。

正是认识到高净值人士对于本国发展的积极意义，一些国家和城市，比如新加坡和迪拜，通过加强对私人财产保护的法律，完善配套政策，争相吸引高净值人士迁入。2013年，新加坡总理李显龙在星展银行举办的“亚洲洞察”会议上发表演讲时曾经说：“事实上，我们可以让10位10亿富翁迁入新加坡并在这里建立基地。这里的基尼系数一定会恶化，但我认为新加坡将变得更好，因为他们将带来企业、带来机会，他们将开设更多门店，他们将创造更多工作机会。”[5]新加坡也早在2004年就颁布了《商业信托法》（Business Trust Act）。目前，有20家商业信托机构依据该法而成立。凭借良好的法律保护，这些信托机构为新加坡吸引了大量的外来财富，包括来自我国的财富。其他的高净值人士

净流入国，无不具有周详而严格的财产保护法律制度。

高净值人士的流向，主要取决于财产安全性，以及税负尤其是遗产税和赠与税的高低。在全球100多个国家开征遗产税和赠与税而我国尚未开征遗产税和赠与税的背景下，我国高净值人士流出数量全球最多，说明流出主要是出于财产安全性方面的考虑。在可见的未来，全球各国政府不可能联合管制资本流动和资本避税。因此，税负这个影响因素对于高净值人士流动的影响程度，将会和目前类似。如果考虑到我国未来可能出台遗产税和赠与税，那么我国对高净值人士的吸引力将会比目前更低。今后我国要抵消这些促使高净值人士外流的推力，加大对他们的吸引力，就必须从法律上比其他国家更好地保护人民群众的合法财产，给他们高于其他国家的财产安全感。这对于激发和创新企业家精神，活跃发明创造和创业，壮大中等收入阶层，提升国家竞争力，稳定社会，都将起到不可替代的作用。

围绕为人民群众提供财产安全感而实施的改革，至少在近中期不会拉大收入和财富差距。

第一，这方面的改革将推动我国中等收入阶层扩大，这会缩小收入差距。

第二，在可预见的未来，因为文化、宗教、生活习惯等方面的原因，这方面的改革虽然可以增加我国相对于其他国家对高净值人士的吸引力，但尚难以吸引其他国家高净值人士大规模迁入我国。这方面的改革在今后一段时期所能起到的效果，是减缓我国高净值人士外迁。在我国经济发展过程中成长起来的本土高净值人士如果大规模外迁，固然可以缩小我国的收入和财富基尼系数。看上去缩小了收入差距，但是这种意义上的收入分配状况改善，是以降低平均收入水平为代价的，且损害发展后劲。与这种格局相对照，如果我国高净值人士绝大部分留在国内，虽然收入差距会比他们都外迁的情景下高一些，但平均收入水平相对而言则会高一些，也更有利于积蓄发展后劲。这种意义上的收入差距是我们应该承认和接受的。我们谋划的现代化中的共同富裕的含义，本来就是指在平均收入水平不断提高的同时，把收入差距控制在合理范围内，而不是把缩小收入差距作为唯一目标。

当然，实施这方面改革后，如果从更长期角度看我国相对于其他国家的吸引力进一步提升，其他国家高净值人士和顶级富裕阶层大量迁入我国，我国的收入和财富差距会因此拉大，但所带来的税收、就业机会等也会增多，政府可用于转移支付的财力也会增多，社会捐赠也会增

多。这有利于而不是有损于国家的发展。

三、营造有利的外部环境

2020年之后，我国明显不再是在给定外部环境下谋求自己发展的小经济体，我国自己的战略判断、战略安排本身就会对外部环境产生重大影响，并反过来影响自身。甚至在2020年之前这个态势就已经比较明显了。这就决定了今后对所处外部环境的判断需要一个新的角度，即把自身作为自变量的角度。以往我国在战略谋划时把外部环境作为给定条件的做法，需要做出重大调整。

（一）维护“和平与发展”的时代主题

我国作为一个人口规模堪比一个大洲的国家，之所以能在短短40年时间里，从一个人均收入水平很低的低收入国家，跻身上中等收入国家行列，一个重要前提是相对和平的国际环境。正是基于“和平与发展是时代的主题”的判断，我国才得以聚精会神搞改革，一心一意谋发展。2002年召开的党的十六大进一步提出，“综观全局，二十一世纪头二十年，对我国来说，是一个必须紧紧抓住并且可以大有作为的重要战略机遇期”，并做出了“在本世纪头二十年……全面建设惠及十几亿人口的更高水平的小康社会”的部署。回顾过去的历史，可以说对国际环境的判断是准确而富有远见的。

今后10～20年，是我国实现现代化和民族复兴最吃劲的阶段。在这个阶段，要释放我国所具有的发展潜力，最重要的前提是和平的国际环境。历史经验表明，即使经济总规模处在世界第一，如果技术水平尚未达到全球前列，也未必有绝对的国家安全。比如，按照著名经济史学家麦迪森收集的数据，1840年前后中国GDP是英国的4倍，但仍在与越洋而来的英国舰队在家门口进行的鸦片战争中败北。

历史经验也表明，国际力量格局变化犹如逆水行舟。虽然1870年时中国经济总规模仍然为全球最大，比排名第二的印度高出40%，接近排名第三的英国和排名第四的美国的2倍，相当于当时日本的7.5倍，但是之后短短20年左右的时间，美国经济总规模因为人均产出快速增长和人口规模的扩大而直线上升，中国经济总规模因为人均产出降低和人口减少而绝对下降。中国全球经济规模第一的地位在短短20年内被美国取

代，用“其衰也忽焉”来形容中国经济当时的情形并不为过。这背后的重要原因之一，就是帝国主义国家对华发动的侵略战争。

其他学者对历史经验的研究还表明，在世界第二大经济规模爬坡最吃劲、国际力量格局对比迅速变化的时期，更是有所谓“修昔底德陷阱”和相伴随的战争风险。

由此可见，和平的国际环境对于我国未来发展的极端重要性。有了和平的国际环境这个条件，不论发展步伐快一点还是慢一点，实现现代化都是可期的。但倘若没有这样的条件，我国的发展进程将和其他国家一道受到重大冲击，长远影响难以预计。从这个角度讲，和平的国际环境，不仅仅是我国发展的一个外在条件，在很大程度上也是我国乃至其他国家核心利益的重要组成部分。

正是基于这一认识，党的十九大报告在指出新时代是实现中华民族伟大复兴中国梦的时代，是我国日益走近世界舞台中央的时代的同时，也指出中国将高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，推动建设相互尊重、公平正义、合作共赢的新型国际关系。十九大报告还指出，世界正处于大发展大变革大调整时期，和平与发展仍然是时代主题。全球治理体系和国际秩序变革加速推进，各国相互联系和依存日益加深，国际力量对比更趋平衡，和平发展大势不可逆转。中国决不会以牺牲别国利益为代价来发展自己，也决不放弃自己的正当权益，任何人不要幻想让中国吞下损害自身利益的苦果。中国奉行防御性的国防政策。中国发展不对任何国家构成威胁，无论发展到什么程度，永远不称霸，永远不搞扩张。

我国在谋划未来改革发展时，应该进一步明确重申自己坚持和平发展的主张和积极防御的国防战略，明确提出自身对今后15年乃至30年世界环境的判断：全球格局和平重塑的关键期。其含义有两个：第一，世界格局会有重大重塑；第二，中国不谋求战争，只进行积极防御。

当然，在这种判断之下，需要处理国际关系的高超智慧，做出关于积极防御的国防政策的“可信承诺”，才能让对方也选择和平应对的博弈策略。如果甲方让他方确信甲方备战，他方的必然策略就是应战；如果甲方做出可信承诺，让他方相信甲方谋求和平，他方主动发动战争严重拖累其自身发展但又不能吃掉甲方的话，他方博弈的最佳策略才会是谋求和平。

（二）形成基于均势的技术安全格局

到21世纪中叶实现现代化是我国核心利益所在。维护该核心利益的一个决定性条件是，要有持续的技术来源。未来我国基本实现现代化的技术来源主要有两个方面，即自主研发和引进。

两方面的技术来源，都要求一个共同的前提，即前文说到的给人民群众财产安全感的改革。无论是激发本土科学家和企业家创业创新的积极性，还是吸引华裔乃至发达国家的战略科学家和前沿科学家来华，都离不开这个前提。

两方面技术来源中，自主研发将发挥越来越重要的作用。但即使是自主研发，也离不开和全球的技术合作，离不开全球产业链和技术网络的支撑。

要获得全球产业链和技术网络的可靠支撑，保障未来实现现代化的技术来源，需要思考一个重大问题：我国秉持什么样的技术安全观，才有利于赢得全球技术网络中尽可能多的伙伴的信任和顺畅的合作？

我们的建议是，我国应该秉持基于大国间技术能力均势的技术安全观，并做出相应的可信承诺。直观地说，对于我国而言，并非只有在360行中行行皆状元，才是技术上安全的，而只要在120行中真正占据绝对领先地位，就可以和其他主要技术伙伴形成技术上的均势。这种基于均势的技术安全观对于其他主要大国而言，构成了我国不会从技术上卡它们脖子的“可信承诺”，它们才愿意顺畅地和我国开展技术和贸易投资往来，大家都没有积极性改变技术均势。

之所以要秉持这样的技术安全观，最直接的原因是单个国家，即使最发达的国家，也做不到360行行行皆状元。除此之外，更深层次的原理，可以用博弈论中的逆向归纳法加以说明，即从21世纪中叶我国有可能成为社会主义现代化强国的情景出发，逆向归纳。

按照前文的预测，如果不发生重大反复，到“十四五”末期，最迟到2035年，我国经济总规模将超过美国，成为世界第一。再经过15年的努力，到21世纪中叶，我国按照官方汇率折算的规模，将成为世界第一，且远超世界第二的美国。

可以预期，随着届时我国经济总规模达到世界第一并远超世界第二，即使仅仅按照和其他国家一样的比例投入研发经费，我国也可以在比其他国家宽得多的领域内开展研发活动。再加之前面说到的第一大经济体所享有的不成比例的大的资源配置能力优势，届时我国享有优势的技术领域会更宽，也许不只120行里是状元，而很可能是150行甚至180

行里是状元。届时真正担心技术上被卡脖子的就是其他国家。

按照博弈论中逆向归纳的原理，其他国家出于对未来这种局面的担心，如果它们在眼下不能获得我国做出的保障它们技术安全的可信承诺，它们眼下的最优战略就是联手从技术上卡我国的脖子，遏制我国技术发展，从而阻止我国经济规模成为世界第一，进而避免对未来它们技术被卡脖子的担心。

最近一段时间以来，一些发达国家与我国的技术交流和人才往来，已经受到严重影响。如果今后对我国的技术封锁力度进一步加大，持续时间过长，那么，我国技术进步速度会受到很大影响。虽然完全靠自力更生也能逐步实现技术进步，但在逆水行舟般的国际间技术竞争中，我国技术进步步伐会大大慢于其他国家的联合体，进而导致我国甚至连120行都难以成为状元。

要破解这样的困境，我国眼下就需要确立和阐明基于技术能力均势的技术安全观，并做出相应的可信承诺，即表明自己不会凭借新型举国体制追求在所有技术谱系上占据全球前沿；做出不发展某些产业和技术的可信承诺。只有秉持这种技术安全观和做出相应的可信承诺，才有可能使得眼下已经遭遇到的技术封锁力度不会进一步加大，并争取在未来逐步缓解。

秉持基于技术能力均势的技术安全观，并做出相应的放弃发展某些技术的可信承诺，会不会自废武功？能不能真正使我国发展获得全球产业链和技术网络的保障？这还取决于我国在自己所要发展的120行内能否真正成为状元，能否在别国从其他领域卡我国脖子时，对等地甚至更大力度地实施反制。只要我国在自己所要发展的120行内能通过技术能力累积效应形成正反馈，巩固并保持自身优势，那么，就可以期待顺畅地和其他国家开展技术和贸易投资往来，博弈各方都没有积极性改变技术均势。有了这样的技术安全格局，我国才能把现代化的可能前景变为现实。

（三）设置“四零”和“对等”议题，引导国际经济规则重塑

美国自特朗普当选总统以来，挑起了一系列国际经贸摩擦。在贸易摩擦早期，特朗普提出国与国之间经贸关系要“对等”（reciprocal），并于2018年6月G7（七国集团）峰会上提出零关税、零非关税壁垒、零补

贴的“三零”。从字面上看，与“三高”（高关税、高非关税壁垒、高补贴）甚至“三中”和“三低”比起来，“三零”是更加开放、更加自由、更高水平的国际经贸交往规则；与目前实际发挥作用的国际经贸交往规则比起来，也是更加自由的、更高水平的国际经贸交往规则。

特朗普高调地说着“三零”，却行着不断挑起贸易摩擦之实，对我国和很多国家加征关税，并重新谈判了包括《北美贸易协定》在内的重要贸易协定，退出了原来签署的一些区域性贸易投资协定，甚至威胁退出世界贸易组织。全球化在倒退，全球经贸往来并未朝着更加自由、更加开放的方向演变，而是朝着相反的方向演变。所以有人认为，“三零”和“对等”从来就是特朗普开全球化倒车的借口，因为这根本不可能实现，注定了只能是一个口号。

但是也要看到，美国在主要针对我国挑起贸易摩擦的同时，也的确秉持“三零”的精神，和欧洲、日本进行了多次三边谈判，达成了一些初步共识，并有意识地在初步达成的意向中限制参与谈判各方与“非市场经济国家”开展经贸往来。[6]这似乎又表明美国提出“三零”是认真的，最终目的是推动形成对等的、更加开放、自由、高水平的国际经贸往来规则，若别国以“三零”来之，美国则以“三零”往之；若别国不以“三零”来之，美国则以“三中”甚至“三高”往之，直到别国接受“三零”。

我国在和美国艰难谈判的同时，采取了与美国截然不同的做法。我国积极主动扩大开放领域，提高开放程度和层次，扩大深度开放的地域，在人类历史上首次举办进口博览会，以实际行动向国际社会表明了我国坚定扩大开放，引领和推动全球化向更高水平迈进的主张。尽管如此，在到目前为止的中美谈判中，我国并未赢得充分的主动。

放眼未来，如果我国长期对“三零”不接招，有可能会面临多方面挑战。首先，“三零”代表着比现行规则更开放、更自由、更高水平的国际经贸交往规则。可以预期，如果美国将来对世界贸易组织改革提出什么系统性主张，很大程度上也将以“三零”为蓝本。应该说，“三零”很大程度上与我国一直倡导的推动全球化深入发展的主张并不矛盾。无论在中美双边往来还是在涉美的多边经贸规则（如WTO改革）中，我国对“三零”置之不理虽无不可，但姿态上比较被动，道义上处于下风。

其次，“三零”虽不可能完全落实，但美国确实秉持其精神，与欧、日进行了多次谈判，达成了初步共识，并有意识限制各方与“非市场经济国家”开展经贸往来，旨在排斥我国。如果这些共识成为主流，我国外部经济环境将明显恶化。

最后，新冠疫情暴发前美国就有人推动与我国脱钩，疫情暴发以来该态势更明显。脱钩不符合我国利益，但我国如对“三零”长期不接招，则美国可能以下列由头推动脱钩：虽然美国愿以“三零”原则开展经贸往来，但中国却不接受，可见中国不愿意推动全球化深入，所以美国只能以“三中”甚至“三高”作为权宜之计，直到中国接受“三零”。如果中美真的在一定程度上脱钩，全球经贸往来会分化为以中美为核心的两个体系，则我国不仅在经济利益上不会受益，美国也很有可能以我国拒绝“三零”这样高水平的国际经贸规则为由，把“锅”甩给我国，我国在道义上有可能更加被动。

可见，长期对“三零”高挂免战牌，并不符合我国的利益。那么，我国接招“三零”的困难在哪里呢？最大难点是“零补贴”。我国接招“三零”中的“零关税”“零非关税壁垒”虽有一定难度，但难度不及接招“零补贴”。从关税看，根据《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》引用的世界贸易组织数据，2015年中国贸易加权平均关税税率已降至4.4%，已接近美国（2.4%）和欧盟（3%）的水平。从非关税壁垒看，各国都有从自身情况出发设置的壁垒，包括美国在内的发达国家的壁垒并不明显少于我国情形。削减关税和非关税壁垒，也与我国建设更高水平开放型经济新体制的要求相吻合。从补贴来看，美国也有大量针对企业的五花八门的补贴（国务院新闻办公室，2018），但一般认为与欧美国家相比，我国对企业的补贴力度更大。我国对企业的补贴主要出于两方面原因：一是对国有企业的亏损补贴，二是为了促进研发和创新。

我国出于促进技术研发的目的而坚持补贴企业，而美国在一定程度上则以我国的补贴为借口对我国实施高技术出口限制。我国不接招“三零”和美国实施高技术出口限制互为因果、互为理由，两者形成了一个“死扣”。

这个死扣导致美国对我国的高技术出口限制正在日益加剧，甚至有可能导致我国产业链断链。美国历来对我国有高技术出口限制。贸易摩擦爆发以来，美国变本加厉，许多政府部长级官员公开针对华为开发的5G技术、我国的军民融合战略等，提出种种对抗的“阳谋”。就在最近，美国商务部提议进一步强化数十种可用于军事目的的新产品对华出口限制，甚至考虑要将其长臂管辖延伸到国外，如付诸实施，则美国以外的企业在向中国出售某些“包含美国技术的商品”时，还要获得美国政府许可。可以预期，未来美国将针对我国实施更多、更严的出口技术管制。

从我国角度看，美国的高技术出口限制固然阻挡不了甚至在一定程

度上会倒逼我国自主创新，但毕竟会影响我国技术进步速度和产业链、供应链的安全性，不符合我国核心利益。为此，我国也就不得不增加对企业的补贴。从美国角度看，高技术出口限制不利于缩小其对我国的贸易逆差。这样一来，对华出口限制的“扣”，会和我国对企业进行补贴的“扣”相互锁死，美国将有可能进一步把水搅浑，把贸易赤字归咎于我国没有实现“三零”，而不从其自身实施的高技术出口限制上找原因，导致我国更加被动。

综合考虑上述所有因素，为了在中美经贸摩擦有可能长期化的情况下赢得主动，避免中美经济脱钩和全球经济体系分割为两个体系，在阻力重重的背景下引领和推动全球化不断深化，推动形成人类命运共同体，我国应在主动扩大开放的同时，拓宽思路，审时度势，择机设置国际经贸议题，以赢得主动。

具体而言，一种方案是接招“三零”，并把高技术出口限制也作为一种贸易壁垒，纳入“三零”中的“零非贸易壁垒”议题下，展开谈判。另一种更加主动、特色更鲜明的方案是“四零”和“对等”的国际经贸议题，即“零关税、零壁垒、零补贴、零出口限制”，和主要经济体尤其是主要发达经济体采取“对等”的经贸往来规则。设置“四零”议题有以下几方面考虑。

第一，借力打力，进退自如，在包括中美经贸谈判在内的国际谈判中以攻为守，化被动为主动，更好地维护我国核心利益。设置“四零”议题，我国虽然接了“三零”的招，但“零出口限制”也对美国进行了强力反制，美国如拒绝“零出口限制”，就会失去道德上的合理性，推动和我国经济脱钩也就失去了“口实”。美国如果愿意在该议题下和我国展开谈判，将有利于我国获得长期发展所需的技术，更好地保障产业链和供应链安全，也将推动美国缩小贸易逆差，因而符合中美双方的利益。

第二，该议题代表的是真正高水平的全球化，是比目前国际上各种提议更加开放自由、更高水平的关于全球经贸往来规则的系统主张。虽然该议题无法完全落实，却是一个可以避免全球分裂为分别以中美为核心的两个体系、引领全球化深入下去的、占据道德制高点的谈判起点。

第三，设置该议题未必会损害我国核心利益。这是因为，全球实际经贸运行规则从来都是谈出来的，而最终谈出来的格局，和谈判起点是“四零”还是“四高”（高关税、高非关税壁垒、高补贴、高出口限制）抑或是“四中”，关系并不是非常直接、非常紧密。以“四零”为起点的谈判，一定是在关税、非关税、补贴和出口限制方面“掺沙子”，往“非四

零”方向做一定幅度“后退”。以“四高”或“四中”为起点的谈判，则一定是在关税、非关税措施、补贴和出口限制方面加以削减，往“四零”方向做一定幅度“前进”。这里的机制类似于学生成绩评判。学生成绩评判，可以以100分为基准，采用倒扣分的评判方法，做错一题扣一分；也可以以0分为基准，采用加分的方法，做对一题给一分。一个学生的最终成绩，和评分起点实际上没关系。

第四，以该议题引领全球经贸规则重塑，并不带有地缘政治方面的诉求，较之我国提出的其他内容和形式的发展倡议，更容易获得别的国家特别是北美和欧洲国家的理解。

第五，我国可主张在该议题下赋予其他发展中国家特别是低收入国家一定的“非四零”待遇，以赢得它们的支持。

四、通过深化改革破解难题

今后10～20年，是实现现代化和民族复兴最吃劲的阶段，我国将面临一系列严峻挑战。能否妥善应对这些挑战，决定着能否比较顺利地释放我国的发展潜力，实现现代化和民族复兴目标。这些挑战，于我国而言，于国际社会而言，很多都是前所未有的。只有以富有智慧的、可行的办法妥善应对好这些严峻挑战，我国才能比较顺利地实现现代化，并为人类做出新的更大的贡献。

我国能否提出并实施富有智慧的一揽子措施，很大程度上取决于能否在国内深化改革。比如，不难理解，如果我国推动形成基于均势的技术安全观，则出于技术升级考虑而补贴企业的动机就会弱一些，从而就更容易接招“三零”，进而可以更主动地设置“四零”议题。但在现实当中，这些并不容易做到。比如，按照只做120行状元的思路，该把哪些技术领域列为120行之外呢？所有的部门都想为国争光，所有的部门都认为，美国的技术封锁正是自身行业大发展的契机，只要国家给足够补贴，一定可以自主实现技术突破，打破美国的技术封锁。通过深化改革平衡好这些关系，节制全方位技术赶超的冲动，把有限资源用到我国真正具有优势的地方，才能形成真正符合我国核心利益的发展环境。

---

[1] 本文作者刘培林系国务院发展研究中心研究员。本文纯属个人观点，与任何机构无关，基于本文内容所形成的更加技术性的版本已发表于《比较》2020年第6期。

[2] 请参见本书“总报告”有关部分的预测。我们认为，到2035年人均GDP接近美国届时水平

的40%，也应当成为基本实现现代化的目标之一；否则，很难说基本实现现代化。

[3] AfrAsia Bank, Global Wealth Migration Review, April, 2019. 该报告对于“财富”的定义是个人拥有资产、现金、股票、股权等之和减去负债之后的净财富。报告覆盖的范围是个人净财富超过10万美元的人群。

[4] 高净值人士指个人净财富超过100万美元的人士。净流出数量排在第二和第三位的国家是俄罗斯和印度，分别为7000人和5000人。

[5] DBS ASIAN BANK, DBS ASIAN INSIGHTS CONFERENCE 2013: POST CONFERENCE REPORT，p.61.

[6] 参见两份美日欧三方贸易部长联合声明。Joint Statement on Trilateral Meeting of the Trade Ministers of the United States, Japan, and the European Union[OL]. [201805-31]. https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/may/joint-statement-trilateral-meeting. Joint Statement of the Trilateral Meeting of the Trade Ministers of the United States, European Union, and Japan[OL]. [2019-05-23].https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2019/may/jointstatement-trilateral-meeting.

区域经济如何在集聚中走向平衡

陆铭 刘雅丽[1]

改革开放带来了中国经济的高速发展，同时也改变了中国经济和人口的空间布局。中国幅员辽阔，历史悠久，各地区的自然、历史、地理条件差异巨大。在改革开放之前，由于计划经济时期的分散发展战略，同时农业占比较高，中国地区间的经济集聚程度不高。在开放进程中，能够借助低成本的海运条件发展外向型制造业的主要是东南沿海地区。但由于一些计划经济遗留的制度因素阻碍了劳动力的自由流动，经济的空间集聚伴随着地区间人均收入差距的扩大。针对地区间经济发展差距的问题，邓小平同志曾经讲过："什么时候突出地提出和解决这个问题，在什么基础上提出和解决这个问题，要研究。"[2]2017年10月，正值改革开放40周年前夕，中国共产党召开第十九次全国代表大会，中共中央总书记习近平指出，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，地区之间、城乡之间的发展差距是其中的重要方面。

长期以来，经济增长和区域平衡发展两者之间一直被认为是存在矛盾的。社会各界普遍认为，经济的过度集聚是导致地区间收入差距的原因。同时，东部地区大城市的人口迅速膨胀，拥堵、污染和各种公共服务资源紧张问题愈演愈烈，人们也普遍将这些问题归结为"人太多"。所以，近十几年来，西部大开发、振兴东北老工业基地、中部崛起等区域平衡战略层出不穷，政府通过各种行政手段，加大对中西部和东北地区的经济资源投入，包括建设用地指标配置和财政转移支付，扶持这些地区建立开发区和工业园，吸引投资来促进增长。同时，政策对东部地区特别是超大城市实行土地供应收紧和严格的落户标准，来限制超大城市的人口规模，以求治愈"城市病"。

政府的一系列平衡发展政策，在一定程度上缩小了东、中、西部之间的发展差距，但是，这些政策也包括了大量违背市场经济规律的生产要素地区间配置（包括土地、资本和劳动力）。一方面，作为人口流出地的中西部地区依赖投资实现增长，出现开发区和工业园闲置，住房库存积压，地方政府债务高企。另一方面，东部地区"疯涨"的房价成为劳

动力流入的障碍，劳动工资上升明显，企业不得不以资本替代劳动，经济结构出现过快的资本深化，甚至出现了产业向外转移的现象。总体上说，社会各界将区域间平衡发展错误地理解为经济和人口的均匀分布，结果是以严重的“空间错配”换来了不可持续的“平衡发展”，陷入了效率和平等相冲突的局面。

本文首先通过对历史数据的展示和区域经济发展政策的梳理，回顾了中国地区间差距的演变。其次通过高度简化的空间均衡模型说明造成地区差距的根本原因，以及地区经济如何“在集聚中走向平衡”，同时还提出了如何促进欠发达地区发展的建议。再次讨论了“中国式收敛”的代价以及如何实现真正意义上的“收敛”。最后给出了中国区域经济未来如何兼顾增长和平衡的政策建议。

一、中国地区间差距的演变

如果以最为常用的人均GDP指标来看，中国省与省之间的人均GDP的基尼系数经历了改革开放前的波动以及改革开放后先下降、再上升，之后又下降的过程（如图1所示）。



图1 全国各省人均GDP基尼系数变化（1955—2017年）

注：1. 1949—1954年，除了海南省，其他省的名义人均GDP和指数也都不全，所以本文从1955年开始统计，以便各年覆盖的省份都相同，具有可比性。
2.海南省从1978年才开始有数据，所以1955—1977年的基尼系数包含全国30个省、直辖市和自治区（不含海南省），1978—2017年的基尼系数包含全国31个省、直辖市和自治区。

资料来源：《新中国60年统计资料汇编》以及2010—2018年的《中国统计年鉴》。

具体来说，人均GDP的基尼系数随时间变化，不管是当年价还是以1978年为不变价，均呈现出三个倒U形：第一个倒U形是从20世纪50年代中叶到60年代中叶，以1960年作为转折点；第二个倒U形是从20世纪60年代中叶到1990年，大约以1975年为转折点；第三个倒U形从1990年一直到现在，以2003年前后作为转折点。如果我们以改革开放为分界线可以发现，改革开放之前基尼系数的波动频繁且幅度巨大：以1978年不变价计算的不平等程度来看，1957—1960年短短4年基尼系数从0.24增长到0.33，1960—1967年基尼系数从0.33又下降到了0.26，之后10年又重新增加至更高位0.36左右。而改革开放之后，以1978年不变价衡量的基尼系数变化平缓很多，以当年价衡量的基尼系数虽然起伏较大，但二者变化趋势相同。具体来说，20世纪80年代基尼系数慢慢下降，90年代又缓慢上升，在21世纪初经历了3年左右的平稳期后于2003年前后开始下降，且下降速度和幅度均比80年代要大，而近年来（2014—2017年），基尼系数又相对平稳地维持在低位。

历史数据的变化背后都折射出了当时重要的历史事件。地区经济差距的变化与特定时期、特定地区的政策分不开，所以本文根据以上地区间差距的变化梳理了一些相关的区域经济发展政策。

第一阶段：中华人民共和国成立到改革开放前的计划经济时期

这一阶段，由于主要致力于国防建设，中国实行以工业生产的空间平衡为目标的均衡发展政策。

1949年中国刚刚建立社会主义国家。面对“冷战”的国际环境以及西方世界对中国的封锁和孤立，中央政府从国家安全角度出发，实行了优先发展重工业和国防军事工业的发展战略。而当时的中国工业分布十分不平衡，重工业主要集聚于东北地区，轻工业则集中在东部沿海地区。出于国防战略的考量，必须改变工业空间分布不合理的格局，所以“一五计划”加大了对内陆地区的投资，在华北、西北和西南建立了新的工业基地。但是，好景不长，1958年的“大跃进”打乱了原有的工业发展计划，全国各地都掀起了全民炼钢的工业热潮，农业发展被人为抑制去补贴工业，又恰逢三年困难时期，所以20世纪50年代中后期到60年代初，整个国民经济发展大起大落，区域差距的变化也随之大起大落。

到了20世纪60年代中期，由于当时国际局势的日趋紧张，国家的生产力布局大规模西移，中西部地区进行了以备战为目的，大规模投资于国防、工业和交通基础设施的“三线建设”。从70年代初开始，一方面，随着中国恢复在联合国的合法席位和美国总统尼克松访华，中国所处的国际形势开始得到缓和，工业和投资的布局不再以国防、战备为第一；另一方面，党和国家领导人深刻反思高指标、高速度、急躁冒进的发展方式，开始注重经济效益，所以调整了“四五计划”，从1973年开始，在“三线建设”收尾的同时，经济由内地向沿海经济发达地区逐步转移，东部地区，主要是辽宁、京津、山东半岛以及长三角地区，投资比重上升。

第二阶段：1978年改革开放到2003年

这一阶段，国家的经济建设不再强调向内地大规模投资，以求生产力的空间均衡发展，而是更注重投资效率。在政策上允许和鼓励一部分有条件的地区和个人先发展起来，形成经济增长极，通过示范效应带动其他地区。

这一时期，东部沿海地区因先天的港口优势，面临着吸引国际资本和技术、融入国际分工体系的巨大机会。所以从1979年以来，中国实行了对沿海地区重点倾斜的政策，从1979年设立4个经济特区，到1984年设立14个沿海开放城市，再到1988年进一步扩大开放范围。这些开放区特别是经济特区，实行优惠的政策和特殊的管理方式，以吸引外商投资为主。但本文认为，不能简单地将沿海地区的发展看作是优惠政策的结果，即使没有这些优惠，在开放格局之下，先发展起来的依然是沿海地区。其关键原因在于地理优势，在发展外向型经济的大背景下，海运因成本远远低于陆上的铁路和公路运输而成为主要运输方式，而北方大量海港冬天结冰，又缺乏大江大河的内河航运条件，因此，东南沿海（特别是长三角和珠三角地区）就具备了面向国际贸易的制造业发展优势。否则，就难以理解为什么在同样享受优惠政策的不同地区，越是靠近香港和上海的地区经济发展越好。[3]

20世纪80年代初期，改革从农村开始，家庭联产承包责任制的实行，使农民获得了生产和经营的自主权，极大地调动了农民的生产积极性，解放了农村生产力，推动了农业发展。1985年，中央政府在农村政策上再次做出重大调整：中央一号文件《关于进一步活跃农村经济的十项政策》取消了农副产品统购派购的制度，对粮、棉等少数重要产品采

取合同收购的新政，其他农产品分品种、分地区逐步放开，自由上市和交易。至此，农村经济体制改革率先开始了由计划向市场经济体制的过渡。改革在农村成功试点，农民收入得到极大提升，城乡间收入差距有了明显的缩小，相对落后的农业大省人均收入提升更快，导致80年代地区间经济差距的缓慢缩小。

20世纪90年代，经济对外开放速度加快，东南沿海地区再次成为中国经济增长的“领头羊”。这一时期，沿海省份增长迅猛，逐步拉开了与内陆地区的差距。90年代直到2003年，经济不断地向沿海地区集聚，但是需要特别强调，户籍制度并没有实质性的改变，跨地区流动的劳动力仍然面临着因户籍身份差异而受到的就业、公共服务和社会保障歧视。正是由于户籍制度阻碍了人口自由流动，造成了人口的集聚没有跟上经济的集聚，为地区间人均GDP差距的扩大埋下了祸根。[4]

第三阶段：从2003年（政策拐点[5]）至今

这一时期，经济继续向沿海集聚，人们担心过大的地区差距影响社会的和谐稳定，同时大城市的城市病问题日益严峻。面对如此困境，政府和社会各界并没有意识到问题的症结在于人口流动不充分，人口集聚落后于经济的聚集，反而认为是经济过度集聚，造成了地区差距的扩大和大城市的城市病，因此政府开始着眼于向中西部转移资源（特别是土地和财政转移支付）。具体来说，在土地政策上，1999年4月，国务院批准的《1997—2010年全国土地利用总体规划纲要》（以下简称《纲要》）强调了统筹平衡各区域用地，主要体现在对东南沿海地区和环渤海地区建设用地规模扩大加强限制。这一《纲要》并未立即起到作用，而是在2003年出现了政策拐点，中西部地区土地供应份额由减少变成了增加。2003年7月底，国务院发文对开发区和建设用地进行清理整顿，却对中西部地区，东北老工业基地的资源枯竭型城市，部分老、少、边、穷地区的开发区，在入园企业个数、基础设施建设水平、产业发展规模等具体审核条件上给予一定倾斜。[6]在财政转移支付方面，2000年《国务院关于实施西部大开发若干政策措施的通知》规定，要“提高中央财政性建设资金用于西部的比例”“加大财政转移支付力度”。相比于资源配置人为地向人口流出地的中西部地区倾斜，政策对于东部地区（特别是超大城市）的发展却在不断地限制。比如，2014年7月30日《国务院关于进一步推进户籍制度改革的意见》指出，严格控制特大城市人口规模。

从数据的表现上看，人均GDP的基尼系数在2003年之后有了明显的下降，但这是否意味着政府主导的这些倾向于中西部地区的平衡政策，以及限制东部地区大城市人口规模的户籍和土地政策，就是最有效率的办法？导致地区差距的根本原因到底是什么？大国发展究竟应该如何做到效率与平衡的统一？本文接下来都会给出回答。

二、地区间如何平衡发展

（一）地区间平衡发展：一个高度简化的空间均衡模型

为分析中国地区间差距的形成，首先，我们通过一个高度简化的模型来理解区域发展的空间均衡。这个模型以简单的城乡二元经济为例，大城市和小城市之间，或者两个地区之间也是类似的道理。

城市与农村之间（或不同规模的城市之间）的人口流动是由工资（收入）差别引起的。正如中国古语云："人往高处走，水往低处流。"人口从低收入的地方流动到高收入的地方，直至各地区的人均收入几乎相同，达到所谓的空间均衡状态。

城市部门和农村部门有不同的比较优势，不同的城市或地区之间也有不同的发展条件，应避免均匀和同质化的发展模式。习近平总书记在2020年8月召开的扎实推进长三角一体化发展座谈会上说，"不同地区的经济条件、自然条件不均衡是客观存在的，如城市和乡村、平原和山区、产业发展区和生态保护区之间的差异，不能简单、机械地理解均衡性。解决发展不平衡问题，要符合经济规律、自然规律，因地制宜、分类指导，承认客观差异，不能搞一刀切"。[7]

不同地区应实现基于比较优势的差异化发展模式。农村地区青山绿水，土壤肥沃，具有发展农业的比较优势。而一些中小城市拥有丰富的自然资源，比如矿产和森林，从而具有发展这些产业的比较优势。在这些地方，尽管有技术进步，但总产出是受资源总量约束的：农业的总产出受制于土地，旅游业的总产出受制于风景的接待游客能力，自然资源产业更是如此，特别是不可再生资源，其总产出甚至可能出现萎缩。城市部门的产业主要是制造业和服务业，以资本和劳动力为生产要素，同时由于规模经济的存在，城市也是技术创新的中心。所以在城市部门，人均GDP主要取决于技术和人均资本这两大因素。假设总人口是P，城

市部门的人口是U，这样一来，城乡间平均收入相等的条件为：

$$\frac{\text{农村收入（资源约束）}}{P-U}=\frac{\text{城市收入（技术，资本）}}{U}$$

这个等式说明，只要城市存在持续的资本积累，再加上城市部门的规模经济带来的技术创新，农村就必须通过持续减少人口来实现空间均衡。大城市与小城市之间也是一样的道理，大城市越发展，越吸引小城市的人流动到大城市来，带来了经济的集聚，同时也实现了大小城市的人均GDP意义上的均衡发展。这就是“在集聚中走向平衡”的道理。

当然，城市人口规模的增加，也有相应的成本，我们记为$C(U)$，所以最终的均衡应写作：

$$\frac{\text{农村收入（资源约束）}}{P-U}=\frac{\text{城市收入（技术，资本）}}{U}-C(U)$$

这个成本中有些抵消了实际收入，比如房价，这时，地区之间的名义收入虽然有差距，但考虑到生活成本后，实际收入差距就会更小。有些是难以量化的成本，比如拥堵和污染，当存在这些成本时，地区之间的“平衡”最终将实现生活质量的均等化。

值得注意的是，对于拥堵和污染等被称为城市病的成本，不能简单地将其归因于人口过多。理论和经验研究表明，它们与人口规模的关系并不强。具体来说，在交通运输方面，虽然城市的人口会增加通勤时间，但是无论在美国还是在中国，人口规模和通勤时间的相关系数都不大。[8]环境污染和人口数量之间更是没有严格的正相关关系，原因是以下三个重要机制。第一，通常人口多的城市，服务业的比重会比较高，而服务业的污染排放较低。第二，排污本身是有规模效应的，如果规模效应足够强，那么人口数量和排污量之间就不一定有显著的关系。在实证研究中，除了生活污水，城市人口规模和各类污染排放指标几乎没有什么关系。[9]第三，大城市往往具有更密集的地铁网络，这也使得汽车的使用量可以得到控制，从而表现出人口数量多和人口密度高的城市，反而人均碳排放也更低。[10]所以，随着技术的进步和管理的改进，加上治理城市病本身可以利用人口带来的规模效应，城市人口规模增大所带来的成本上升并不是非常快。

此外，$C(U)$还包含与制度有关的成本。这个制度成本阻碍劳动力的自由流动，在国家之间表现为国界；在欧盟内部不同国家之间，表现为语言、文字和宗教等的文化差异；而在中国国内，除了少数民族，地区之间的人口流动并不存在语言、文字和宗教等障碍。但是我们有一个中国特色的制度成本，那就是户籍制度。外来人口在人口流入地，如果没有当地的户籍身份，他所享受的劳动力市场机会、社会保障和公共服务，与本地居民存在着明显的差异。

在中国，户籍制度被认为能够控制大城市人口规模，同时，有利于地区间和城乡间的“均衡发展”。事实上，通过控制人口流动实现的并不是真正的均衡发展，而只是一种“均匀发展”。在上述模型里，我们来讨论一下阻碍劳动力流动会导致什么后果。一个直接的后果是，劳动力流动的成本越大，两边的人均收入差距越大，看似“均匀”的发展，换来的是更大的城乡和地区间的人均差距。第二个后果是在方程右边产生对人口进行按身份区别对待的歧视性政策，同时，越是阻碍劳动力向右边的移动，越是会在方程右边产生劳动力短缺，并且通过劳动工资上涨的效应，使得右边的经济竞争力得以削弱。第三个后果，在方程左边由于存在大量劳动力，收入又比方程右边更低，因此政策制定者需要向方程左边提供更多的转移支付，来弥合两边的收入差距。而这样做的税收来源，其实是方程右边相对富裕的地区。越是阻碍劳动力流动，越是需要对方程右边增加税收。因此，出于政治经济学的考虑和片面地追求均匀发展的目标，所带来的代价是经济效率的下降和整体经济竞争力的弱化。同时，无论在城乡间、地区间，还是在人口流入地内部，均难以实现平等。

（二）欠发达地区如何发展：人均指标＋比较优势

在一个国家内部讨论地区发展差距和区域平衡发展，人均指标是关键。不同的是，在国家层面，我们常常关注GDP的总量指标，这是因为国家层面的人口数量是稳定的，从而使得总量指标和人均指标是一致的。相比之下，在一个国家的内部，地区之间人口是可以流动的。这时，区域经济发展的关注点应着重于人均指标，而不是总量指标。

劳动力在地区之间的流动，实际上是劳动力资源在不同地区之间优化配置的过程。在这个过程中，不同的地区因为不同的比较优势而成为人口流入地或者流出地。人口流入地通常具有发展制造业和服务业的比较优势，通过人口集聚发挥规模经济，提升劳动生产率。人口流出地通

常更加适合发展农业、旅游和自然资源产业，伴随着人口流出，其人均资源占有量反而上升。这时，虽然在人口流出地会出现经济总量增长相对较慢的现象，但不同地区充分发挥了比较优势，整个国家实现了有效率的经济增长和人均意义上的地区平衡发展。

但遗憾的是，政府和社会各界往往只关注总量差距，过分担心人口流出对于经济总量增长的不利影响。比如近些年来，东北人口持续流出的现象引起了社会各界的关注。同时，随着全国层面地区间差距的收敛，南北差距成为新的关注点。有研究发现，2013年至今，南北地区的经济发展差距激增；2016年，南北两地的地区生产总值和财政收入差距均为1953年以来之最，北方地区生产总值和财政收入占全国的比重均下降到40%以下。[11]北方经济增长主要受东北和华北地区增长较慢、工业服务业发展放缓、投资增速回落较多等因素的影响。[12]值得注意的是，这些关于南北差距的研究，讨论的主要是总量差距，而且关于南北差距扩大的原因的讨论，本身只是产业结构差距以及劳动力、投资等生产要素的投入差距，并不是经济发展差距形成的根本原因。从源头上分析，在发展外向型经济的背景下，中国北方不利于发展海洋贸易的自然条件劣势，才是造成其经济总量增速较慢的真正原因。在这个大背景之下，对于区域间发展差距而言，应更多关注人均指标。例如，在备受关注的东北三省，人口流出当然不利于其总量增长，但是，其人均GDP并没有明显比全国平均值更低。[13]

在人均指标的评价体系下，欠发达地区还需要找到自己的比较优势产业。中国的中西部和东北地区，是幅员辽阔的地方，其内部差异非常大，因此每一个城市的比较优势也并不相同。总体来说，在中国的东南沿海地区，以及内地的很多大城市周围，进一步集聚制造业和服务业的空间仍然很大，因此欠发达地区的人口进一步向这些地区集中，仍然是一个中长期的趋势。

给定这个中长期趋势，不同地区应找到不同的比较优势和发展模式。

第一，对于距离核心大城市不远的中小城市，可以融入以大城市为中心的都市圈和城市群，成为某个产业链上的一个环节，或者为核心大城市提供配套的居住和服务功能。

第二，对于一些交通运输条件还不错的中小城市，有承接制造业的机会。考虑到水运的成本大大低于陆上运输的成本，在中国的广阔内地，最有条件承接沿海地区制造业的，将是长江中下游地区的沿江都

市，因为这一段黄金水道有着可以和大海相媲美的运输能力。

第三，对于远离沿海大港口的城市，因为有相对便宜的土地和劳动力，可以发展水运依赖程度较低的产业，比如电脑芯片等具有附加值高、体积小等特点的产品的制造业，以及依赖网络运输的软件业等。

第四，中西部和东北地区大部分城市的产业发展，依据比较优势，应逐渐转为农业、旅游、自然资源和相关的配套产业。考虑到这些产业的经济总量是受到核心投入品的限制的，因此，要提高人均水平必须持续降低人口数量。在这个意义上，一些城市人口出现收缩并不是坏事。

第五，对于幅员辽阔的中西部和东北地区，仍然会有大量的人口，并产生相应的需求。对一些规模经济并不是非常强的产业来说，为了满足本地需求，产业会布局在当地以减少运输成本。

三、“中国式收敛”的思考

图1显示，大约2003年之后，中国的地区经济发展不平等程度在降低，说明地区发展差距在缩小，而这一现象也被一些学者认为是经济增长理论中的“收敛”。[14]为平衡区域发展，实现所谓的“收敛”，中国政府在2003年后对中西部地区进行了大量资源倾斜，包括土地供应和转移支付，通过产业转移带动欠发达地区的发展。中国的例子似乎完美印证了发展经济学中通过产业转移实现“收敛”的发展模式。但本文强调对理论的应用一定要注意它的前提条件和适用范围。

国家间的收敛和一国内部不同地区间的收敛本质上是不同的。“收敛”一词源于经济增长理论，其表达的含义是，当发达国家出现资本边际回报递减，而发展中国家仍有大量劳动力时，资本会从发达国家转移向发展中国家，以寻求更高的回报。发展中国家借助于劳动力丰富的比较优势和发达国家的投资，人均收入水平逐渐提高，最终追赶上发达国家，实现不同国家经济发展水平的“收敛”。但请千万注意，这套理论的适用范围是国与国之间。我们在讨论国家之间的问题时，最为重要的前提是劳动力不能在国家间自由流动。发展经济学中产业梯度转移，就是建立在劳动力不能跨国流动的前提之上的。

当我们讨论问题的层面转移到一个国家内部时，为追求地区平衡发展，产业转移并不是唯一的手段，还可以通过地区之间的人口自由流动来实现。在中国的背景下，政策实施相应地有两种选择。一种是让人口

自由地流动到高收入的地方，通过市场的力量达到各地区人均收入水平的趋同，本文称之为“动人”的政策。另一种是在人口流动存在制度障碍时，通过行政力量转移资源给欠发达地区，带来欠发达地区经济总量的提升，从而实现地区人均收入的均等化，本文称之为“动钱”的政策。正如本文前面提到的，中国政府在2003年之后选择了“动钱”的方式来促进地区间的均衡发展。“动钱”本身没有错，问题的关键是政府将大量的资源投在了中西部地区没有比较优势的产业上，结果造成了资源的空间错配，损害了经济增长的效率。相比之下，更应该尊重经济规律，重视空间集聚的作用，让人动起来，即让人到最能发挥其能力、生产更多产出、获得更高收入的地方。对于欠发达地区未流动的人口，获得的则是更多的人均资源和人均收入，从而达到人均意义上的“平衡”。同时，由于人口流出，欠发达地区的公共服务再通过转移支付来补贴。在这条路径下，整个国家实现“在集聚中走向平衡”。因此，基于人口自由流动的地区间收敛，是兼顾效率和公平的。

中国2003年之后出现的“收敛”现象，不仅没有基于人口的自由流动，为实现“收敛”所进行的产业转移也并不是资本追求更高回报的结果。中国的人口集聚落后于经济和产业的集聚，本应该通过人口的自由流动，提高人口的集聚程度，实现地区的均衡发展，但社会各界没有理解区域经济发展的基本规律，往往把经济在少数地区的集聚误解为区域间发展的不平衡。全球普遍存在的集聚效应被污名化为“虹吸效应”，造成了社会各界普遍反感产业向少数地区集中。于是，长期以来，政府在政策上对于发达地区采取抑制措施（比如收紧建设用地指标），试图“倒逼”企业转移到中西部地区，同时，用行政力量推动产业转移。

一方面，转移到中西部地区的产业，尽管有少数符合了内地廉价土地和劳动力的比较优势，比如一些不依赖于海运贸易的制造业，但大量产业并没有真正起到促进地区间平衡增长的效果。相反，有些欠发达地区以牺牲环境为代价，吸引污染型的产业来实现短期的GDP增长。更多的中西部地区政府利用政策优惠，投资兴建了大量的工业园和新城，短期内成为西部的增长明星。我们的研究显示，在中西部保留了大量的经济开发区和新城，这些政策虽然从短期看可以在经济总量上给欠发达地区带来一定程度的增长，但是，由于缺乏集聚效应，相应的政策伴随着低效率的发展。[15]新城大量建设在人口流出地，也已经出现了总量过剩和规划超标，还伴随着严重的地方政府债务。[16]原本说“发展是硬道理”，但在人口流出地进行大量的无效投资，却造成了“硬发展是没道理”的局面。

另一方面，对于发达地区的抑制措施，比如建设用地指标的收紧，导致东部沿海特别是大城市房价的迅速攀升。[17]房价的上涨推高了工资水平，首先，劳动生产率增长速度赶不上工资上涨的速度，从而影响企业的竞争力；[18]其次，工资过快上涨带来的是劳动力成本的攀升，相比之下，资本的价格因为利率长期被压低而处于低位，所以企业被迫以资本投入代替劳动力投入，致使中国出现了过早的产业升级。过度使用资本，还造成劳动收入占国民收入的比重下降，从而抑制居民的消费水平，抑制服务业的发展。[19]此外，钟粤俊等人的研究显示，人口密度能够显著促进服务业的发展，但户籍制度限制了人口的自由流动和集聚，中国的行政力量将人口导向人口密度低的农村和小城市，这严重阻碍了服务业的发展和中国经济结构的调整。[20]

所以，“中国式收敛”是需要十分警惕的。国家对于欠发达地区的各类补贴和支持，要从整个国家的竞争力角度来考虑，如果资源配置出现低效率，那么对于中国经济的健康可持续发展和国际竞争力的提升是不利的。

四、如何兼顾区域经济的增长与平衡

自改革开放以来，中国在进行市场经济体制建设的过程中，经历了40年持续、超高速的经济增长，在世界范围内创造了增长的奇迹。然而中国GDP增速从2012年起开始出现阶梯式的下滑，这常常被认为是中国经济进入了“新常态”。根据前文的分析，其实从2003年起一系列区域平衡发展政策的实施，带来了资源的空间错配，为中国经济增长的不可持续埋下了祸根。只是在2003年至全球金融危机爆发这段时间，投资和出口驱动型的经济增长掩盖了资源空间错配的现象。[21]这种资源空间错配现象本质是行政力量主导的资源配置方向与市场驱动的人口流动方向出现了背离，不能被认为是“新常态”。资源空间错配与长期以来社会各界忽视规模经济和产业集聚效应驱动人口向少数大城市和都市圈集中的经济规律有关。一方面，地区之间的发展差距被认为是经济过度向东部少数地区集中导致的，所以行政主导的土地和资金大量向中西部投资回报率低的地区和产业投入，新城、工业园在中西部地区遍地开花却发展缓慢，地方政府债务高企，以效率损失换得了表面上的经济发展收敛。另一方面，在东部的人口流入地，大城市的城市病被归结为人口太多，所以户籍制度和土地收紧政策被用来限制人口流入和大城市发展，然

而，这一政策不仅没有扭转人口进一步集聚的趋势，相反却造成大城市的高房价。

2019年，中华人民共和国成立70周年。2020年，从国家到地方都在启动“十四五”规划，迎接中国经济进入新的发展阶段。中国经济如何发展需要认真的思考，当前的资源空间错配与土地、劳动力等生产要素流动的限制有关，如果相关的结构性、体制性问题能够得以解决，将为未来更高质量的增长注入新的活力。2019年8月26日，中央财经委员会第五次会议提出，“要按照客观经济规律调整完善区域政策体系，发挥各地区比较优势，促进各类要素合理流动和高效集聚，增强中心城市和城市群等经济发展优势区域的经济和人口承载能力，增强其他地区在保障粮食安全、生态安全、边疆安全等方面的功能。要保障民生底线，推进基本公共服务均等化，在发展中营造平衡”。

在上述理论和实证研究的指导下，根据国际发展经验，再加上中国自己过去所做的尝试，面向未来的空间发展规划，本文进一步提出以下几点发展建议。

第一，要加快实施城市群和都市圈的发展战略，特别是要重启东部沿海地区的发展。在城市群发展进程中，根据规模和功能定位差异，围绕中心城市建设半径30～80公里不等的都市圈，以轨道交通连接起都市圈内的中心城市和周边中小城市，强化其增长极作用。要高度重视长江经济带（特别是中下游）黄金水道沿线地区以及粤港澳大湾区在全球制造业体系中的竞争力，因为这一地区的内河航运和海运条件具有全球竞争力。

第二，深化户籍制度改革。城乡间和地区间更为自由的人口流动，可对冲人口红利总量下降的负面影响，有利于提高劳动力资源的利用效率，缓解城市（特别是发达地区的大城市）的劳动力短缺。随着经济发展水平的提高，服务业占比将持续提高，可以创造大量就业，特别是有利于低技能劳动力充分就业和缓解贫困。建议在“十四五”期间重点推进城区人口500万以上大城市的户籍制度改革，加快长期稳定居住和就业人群的落户进程。

第三，加强流动人口子女的教育投资。为步入高收入国家做准备，建议尽快推行12年义务教育，其重点对象是农村户籍儿童。建议加强在人口流入地的教育均等化，促进留守儿童和进城随迁子女在城市获得更优质的教育，既有利于流动人口家庭团聚，又有利于人力资源大国建设。特别是在超大城市，人口老龄化和产业集聚带来大量劳动力需求，

而面向外来人口子女的教育资源又严重不足。对此，建议通过政府、市场和社会三方协同，增加教育投入。随着12年义务教育的普及，人口流入地，特别是在特大和超大城市，将面临大量新增的高中阶段教育需求，对此趋势应早做准备。

第四，增强土地和住房管理的灵活性。土地和住房供应要与人口流动方向相一致，真正做到需求牵引供给，供给创造需求。建议在人口持续增长和房价高企的城市增加建设用地供应，加强低效利用的工业和商服用地向住宅用地灵活转换，建设更多商品房和公租房，适度放松容积率管制，并在保障安全的前提下，提高对城中村等低成本居住形态的包容度。在人口流出地区做减量规划，公共服务适度地向中心城区集中。对已经进行的投资要做科学的评估。要高度重视上一轮投资中形成的工业园、新城、基础设施等不动产所带来的地方金融和财政风险。对于缺乏回报且不可持续的项目应及时终止。进一步修改完善土地管理法律法规，使人口流出地闲置的建设用地和农村宅基地复耕产生的建设用地指标，在更大范围内进行跨地区交易和再配置，提高农民在指标异地交易中的收益。

第五，在人口流入地优化公共服务和基础设施的供给。在城市出现的拥挤和污染等问题，主要不是由城市的人口数量导致的。[22]特别是在拥堵方面，城市的外来人口大量在工作地附近租房，对于拥堵产生的影响不大，通过控制城市外来人口数量来治理拥堵效果有限。要看到，人口集聚背后是人民对于美好生活的向往，通过减少人口集聚来治理城市病是得不偿失的，不如从供给侧加大改革力度，在人口持续流入的大城市和都市圈，优化公共服务和基础设施的数量、质量、结构和布局。相关投资既可直接拉动经济增长，又可拥有可持续的回报，还可以缓解城市病，减少外来人口市民化的压力，从而实现经济增长、生活宜居和社会和谐三个目标的共赢。

第六，在欠发达地区要实行有区分的、基于各自比较优势的发展政策。对于在都市圈或者核心大城市周围的地区，可以进一步集聚制造业和服务业。其中，将有两种可持续的产业类型：一是服务于本地需求的制造业和服务业；二是服务于外需但是出口不依赖于海运的制造业。在另外一些地区发展农业、旅游和自然资源产业，但是这些产业由于创造GDP的总量受到资源限制，应该通过引导人口流出来提高人均资源占有量和人均收入水平。欠发达地区的基础设施投资，要与所对应的产业比较优势相关联。对于比较优势在农业、旅游和自然资源产业的地区，要

相应地提供与产业竞争力相吻合的基础设施。要建设有利于将产品运出来、将游客运进去的基础设施。建议对于中西部地区已经大面积铺开的高铁项目进行投资回报评估，考虑在中西部地区以更多的机场建设取代过量的高铁项目，因为机场更加适合人口密度低且地形复杂的地区。对于欠发达地区的转移支付要更多强调“有效性”，要从投资于不动产转向投资于人。欠发达地区的工业园、新城、基础设施总体上已经过剩，未来应转而投资于教育和医疗等有利于人力资本积累的事业，改善生活质量，提升人口素质，为更长期的发展打下基础。

第七，行政和财税体制要向着促进一体化和区域分工协调发展的方向改革。对于地方官员的考核和评估，要淡化直至取消GDP总量的指标。特别是对于人口流出地，更是要减少对于GDP总量增长的激励，以免人口流出地仍然做总量的增量规划，以及地方之间在招商引资方面的恶性竞争，防止不同地区在产业选择上的雷同化发展。在淡化相对劣势地区的GDP总量目标的同时，国家向欠发达地区进行有效的转移支付，促进不同地区生活质量的均等化。城市群内部要在一体化进程中，形成不同城市之间更有效的共同发展和财税分享机制。

---

[1] 本文作者陆铭系上海交通大学安泰经济与管理学院特聘教授、中国城市治理研究院研究员；刘雅丽系上海交通大学安泰经济与管理学院硕士研究生。作者感谢国家自然科学基金项目（7207030050、71834005）和招商局慈善基金会的资助。本文也是上海国际经济与金融研究院、上海交通大学中国发展研究院和复旦大学当代中国经济与社会工作室的成果。

[2] 邓小平。邓小平文选：第三卷[M]. 北京：人民出版社，2001：374.

[3] 陆铭。空间的力量：地理、政治与城市发展（第2版）[M].上海：上海人民出版社，2017:195.

[4] 陆铭。大国大城：当代中国的统一、发展与平衡[M]. 上海：上海人民出版社（世纪文景），2016:120;125.

[5] 在本文中2003年被称为政策拐点。

[6] 陆铭。大国大城：当代中国的统一、发展与平衡[M]. 上海：上海人民出版社（世纪文景）,2016:120;125.

[7] 紧扣一体化和高质量抓好重点工作，推动长三角一体化发展不断取得成效[N].人民日报，2020-08-23（01）.

[8] 李杰伟，陆铭。城市人多添堵？——人口与通勤的实证研究和中美比较[J].世界经济文汇，2018(06): 1-16.

[9] 郑怡林，陆铭。大城市更不环保吗？——基于规模效应与同群效应的分析[J].复旦学报（社会科学版）, 2018,60(01):133-144.

[10] Zheng S., Wang R., Glaeser E L., Kahn M E. The Greenness of China: Household Carbon Dioxide Emissions and Urban Development[J]. *ournal of Economic Geography*, 2010, 10(6), 1-32.

[11] 杨多贵，刘开迪，周志田。我国南北地区经济发展差距及演变分析[J].中国科学院院刊，2018,33(10):1083-1092.

[12] 盛来运，郑鑫，周平，李拓。我国经济发展南北差距扩大的原因分析[J].管理世界，2018,34(09):16-24.

[13] 陆铭。大国大城：当代中国的统一、发展与平衡[M]. 上海：上海人民出版社（世纪文景）,2016:120, 125.

[14] 刘树成，张晓晶。中国经济持续高增长的特点和地区间经济差异的缩小[J].经济研究，2007，42(10):17-31.

[15] 向宽虎，陆铭。发展速度与质量的冲突：为什么开发区政策的区域分散倾向是不可持续的？[J].财经研究，2015,41(04):4-17.

[16] 常晨，陆铭。新城之殇：密度、距离与债务[J].经济学（季刊）,2017,16(04):1621-1642.

[17] 韩立彬，陆铭。供需错配：解开中国房价分化之谜[J].世界经济，2018，41(10):126-149.

[18] 陆铭，张航，梁文泉。偏向中西部的土地供应如何推升了东部的工资[J].中国社会科学，2015(05):59-83；204-205.

[19] 陈斌开，陆铭。迈向平衡的增长：利率管制、多重失衡与改革战略[J].世界经济，2016,39(05):29-53.

[20] 钟粤俊，陆铭，奚锡灿。受抑制的服务业：人口密度和人口空间分布的视角[J].管理世界，2020（即将发表）.

[21] 陆铭。城市、区域和国家发展：空间政治经济学的现在与未来[J].经济学（季刊）,2017,16(04):1499-1532.

[22] 李杰伟，陆铭。城市人多添堵？——人口与通勤的实证研究和中美比较[J].世界经济文汇，2018(06): 1-16; 郑怡林，陆铭。大城市更不环保吗？——基于规模效应与同群效应的分析[J].复旦学报（社会科学版）, 2018,60(01):133-144.

中国经济结构转型的进展与差距

张斌 邹静娴[1]

一、中国经济保持在迈向更高收入水平的正常轨道上

金融危机以后，中国经济增速持续下滑，引发了社会各界对中国经济前景的广泛担心。备受关注的问题是中国制造会不会丧失国际竞争力，中国经济会不会陷入中等收入陷阱。对一个发展中国家经济增长前景的判断非常具有挑战性，学术界从政治、经济、文化、资源禀赋等方面都能给出不同角度的判断和解释。然而迄今为止，理论层面还难以对经济赶超国家的经历做出令人信服的、普遍的、一致性的解释。正因为如此，国际比较方法在类似问题研究中广受关注。采用国际比较研究方法的主要依据是高收入经济体在经济成长过程中有众多的规律性变化。[2]

刘世锦等学者基于国际经验，较早指出中国经济增速会出现台阶性下降，判断的主要依据是高收入经济体的成长过程中当人均收入达到一定水平以后都会经历类似的经济增速台阶式下降。[3]埃肯格林等人基于国际经验研究也有类似发现。[4]林毅夫基于东亚经济体的赶超经验，用相对收入而非绝对收入水平增速得出的判断是中国经济未来10年仍能保持较高的增速。[5]人均收入提高是经济发展进程中的一个侧面，众多的结构指标变化是经济发展进程中的其他侧面。人均收入提高的背后是经济结构的成功转变，这些经济结构的变化轨迹在成功进入高收入阶段的经济体当中有着高度的一致性，比如下文提到的超过一定收入门槛值以后经济活动从制造到服务的转移、人力资本密集型服务业的崛起、消费占比的下降等。大量的经济结构转型文献指出了高收入经济体所经历的类似的经济结构转型变化事实，以及背后的原因，限于篇幅这里不再赘述。[6]这些经济成长进程中普遍的、规律性的结构转型事实和背后的理论分析是下文进行国际对比的依据。

本文将中国的经济结构指标变化与高收入国家类似发展阶段的经济结构指标变化做出对比。与过去的研究相比，本文进行国际比较的对象

除了人均收入，还包括比较完整的结构性指标。这些对比较单纯的收入水平对比而言，除了能够丰富人均收入变化背后更丰富的经济事实和依据，更重要的好处在于发现经济成长中可能存在的结构性问题，或者说经济发展的短板，对理解和判断当前中国经济存在的最突出问题提供参考和借鉴。各个国家的发展进程中都会有其发展的特色和与众不同的地方，有些产业结构比较的规律性更突出，而更细致的产业结构在国家之间有更丰富的多样性，[7]所以结构比较的研究结论需要非常谨慎。我们这里比较的重点是那些有较强规律性的结构指标。

我们的主要发现包括：第一，从产业角度看，中国经济在2010—2012年跨过了工业化高峰期，此后经济活动正在从制造向服务转移。中国跨过工业化高峰期所对应的收入水平和工业增加值份额峰值与高收入经济体类似发展阶段的经验高度一致。第二，工业化高峰期过后，中国的人力资本密集型服务业取得更快发展。投入、生产和产品多个环节共同显示制造业升级总体态势良好。消费、投资和出口更加平衡，其中消费占比上升，投资占比缓慢下降，出口增速显著放缓。这些变化轨迹与高收入经济体类似发展阶段的历史经验高度一致。第三，经济增长进程中的主要短板从产业角度看是第二、三产业就业占比偏低；政府服务以及社区、社会与私人服务占比过低；从支出角度看可能存在私人消费占比过低，投资占比过高，尤其是建筑安装类投资过高。

上述发现说明，中国不存在过早地去工业化，中国经济保持在迈向更高收入水平的正常轨道上。从产业和支出两个角度观察到的经济发展短板背后有着共同的原因：政府的政策着力点过度强调通过项目建设发展经济，而在城市化进程中的相关配套改革、公共服务和公共管理等领域的投入和改革措施不到位，以及对部分服务业过度管制。

二、从制造到服务

绝大多数高收入经济体都会经历经济活动从制造业转向服务业的经济结构转型。赫伦多尔夫等人关于经济结构转型的综述性文章细致地描述了从制造到服务经济结构转型的国际经验事实。[8]他们的观察样本涵盖了当今世界的绝大多数发达国家，[9]从中得出了制造业份额随着收入增长而变化的驼峰形轨迹。当一个经济体人均收入达到8000国际元（按购买力平价算法计算，1990年不变价格）[10]时，该经济体的制造业名义增加值份额、实际增加值份额（剔除价格影响）、就业人数份额、工

作时间份额等多种口径的份额达到顶峰并开始下降，而与此同时，服务业上述相应份额开始上升。服务业份额的增加，不仅来自服务业相对价格的上升，也来自服务业相对真实供给数量的上升。

布埃拉和卡博斯基[11]基于包括所有发达国家的31个样本，[12]得到了类似的发现，即制造业名义增加值份额的驼峰形变化轨迹。他们以7200国际元（按购买力平价算法计算，1990年不变价格）作为门槛值，以此为界限分别做了两组回归。他们发现当人均收入低于门槛值时，收入增加1%使制造业增加值份额上升0.11%，服务业增加值份额提高0.07%；人均收入高于门槛值时，收入增加1%使制造业增加值份额下降0.13%，服务业增加值份额提高0.20%。

从时间上看，二战后主要发达经济体进入结构转型期的次序如下：美国（1950）、加拿大（1957）、英国（1960）、法国（1965）、德国（1969）、日本（1970）、澳大利亚（1970）、西班牙（1972）、意大利（1976）、中国台湾（1986）、韩国（1992），进入结构转型期的收入临界点在7400～12000国际元之间，多数集中在9000国际元左右，工业增加值份额峰值处于34%～53%之间，多数在40%左右，城市经济体中国香港最低34%，德国最高53%。

从人均收入角度看，中国跨过了从制造到服务转型的收入门槛。为了便于国际比较，我们使用与上述文献中一致的人均GDP度量口径，即1990年国际元。作为参照，我们还同时列出了人均GDP的名义值（美元）。其中，以1990年国际元为计价单位的人均GDP来自麦迪森项目数据库，这个数据库数据更新至2010年，2011—2016年的数据根据国家统计局的不变价人均GDP增速推算得到。人均GDP的名义值（美元）来自国家统计局，汇率采用当年年末汇率。按照1990年国际元口径计算，中国2010年人均GDP为8032国际元，达到国际经验中发生从制造业向服务业转型的收入门槛临界值，2016年人均GDP为12130国际元。

从增加值份额看，中国已经跨过工业化高峰期[13]，进入从制造到服务的转型。根据世界银行WDI（世界发展指标）数据，在过去30年间，现价工业增加值[14]占全部现价增加值的份额峰值出现在2006年，达到47.5%，此后开始持续下降，2016年下降至39.8%。按照不变价格计算，不变价工业增加值份额在2010年达到高点42.7%，此后缓慢下降，2015年下降至40.1%。现价制造业增加值份额从1980年的39.8%逐步降至1999年的31.3%，此后近20年间基本稳定在31%左右。对服务业而言，不论是现价还是不变价，其份额都在持续上升。

从就业份额看，中国已经跨过工业化高峰期，进入从制造到服务的转型。中国缺少较长时间序列的制造业就业份额数据。目前能够获得的相关就业数据包括：过去30年的第二产业[15]就业份额，2006年以来的城镇制造业就业份额，2008年以来的农民工制造业就业份额，以及过去30年的第三产业就业份额。第二产业就业份额的高点是2012年的30.3%，此后开始下降；城镇制造业就业份额相对稳定，自发布统计数据以来一直在28%~29%之间；农民工制造业就业份额自2008年发布以来呈持续下降趋势，即从2008年的37.2%下降至2014年的31.3%；第三产业就业份额在过去30年中持续上升，2008年以来上升势头加快，1985—2007年第三产业就业份额平均每年增加0.7个百分点，2008—2014年平均每年增加1.2个百分点。从就业份额确定的转型时间是在2008—2012年。

基于以上收入、增加值份额和就业份额等多方面的数据，中国经济在2010—2012年度过了工业化高峰期。中国第一、二、三产业的增加值份额、就业份额变化轨迹和水平值与高收入国家类似发展阶段高度一致。主要的差距在于第一产业就业份额高于高收入国家类似发展阶段，第三产业就业份额过低（见图1）。

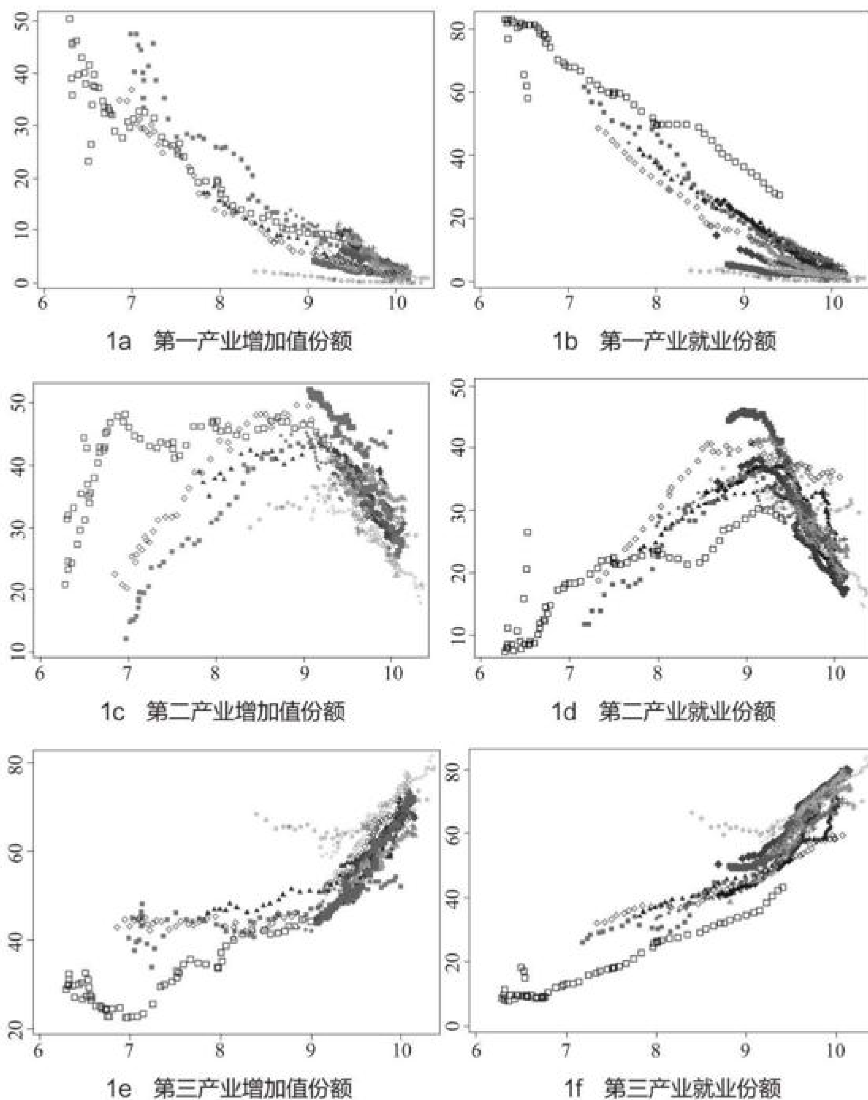


图1 各产业增加值和就业份额

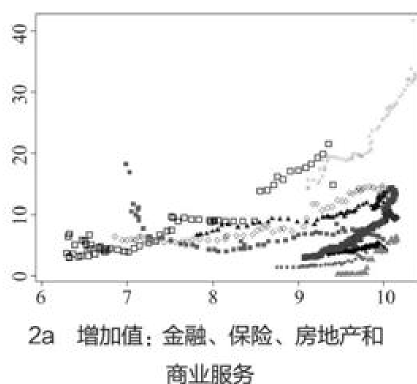
注：横轴是1990年不变价格购买力平价人均GDP国际元的对数值。空心正方形代表中国，其余样本经济体还包括日本、韩国、新加坡、中国台湾、美国、英国、法国、西班牙、荷兰、瑞典、芬兰、比利时。

资料来源：Herrendorf, B., Rogerson, R., & Valentinyi,. (2014). Growth and Structural Transformation. Handbook of Economic Growth, 2, 855-941.

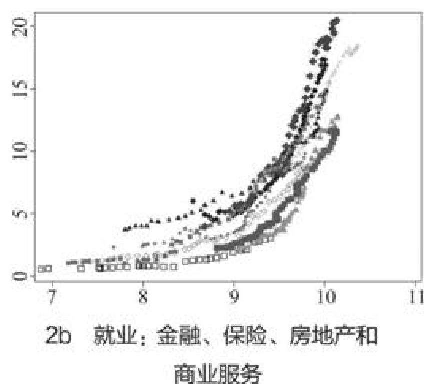
三、人力资本密集型服务业崛起

并非所有的服务业都在工业化高峰期以后出现更快的增长，只有技

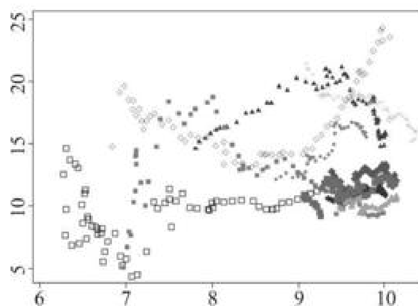
术密集型服务业才会更快增长。布埃拉和卡博斯基观察到，美国经济从1950年开始转型至今，服务业增加值占比从60%提高到80%，增加了20个百分点，其中技术密集型服务业份额增长了25个百分点，低技术水平的服务业份额下降。[16]他们对技术密集型服务业的定义是依据该行业雇佣劳动力的平均受教育水平。其他高收入国家也有类似经验。日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰13个经济体在工业化高峰期以后，较多使用人力资本的行业是金融、保险、房地产和商业，政府服务等行业无论是增加值占比还是就业占比都在持续上升；较少使用人力资本的行业是贸易、餐饮和酒店，运输、仓储、交通和信息增加值占比则是下降或者持平（见图2）。



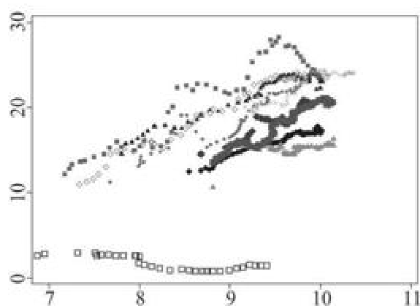
2a 增加值：金融、保险、房地产和商业服务



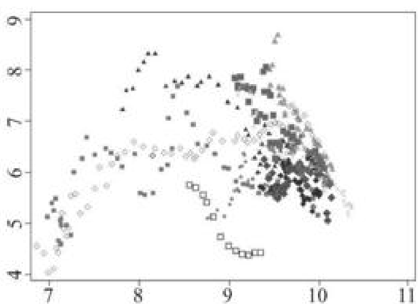
2b 就业：金融、保险、房地产和商业服务



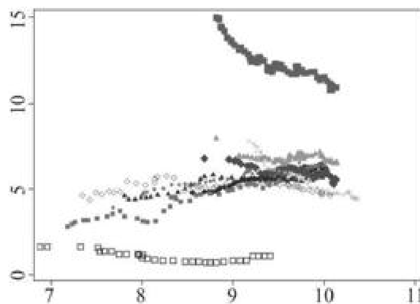
2c　增加值：贸易、餐饮和酒店



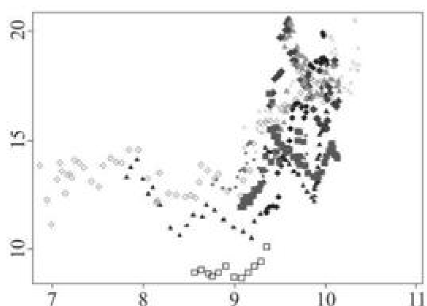
2d　就业：贸易、餐饮和酒店



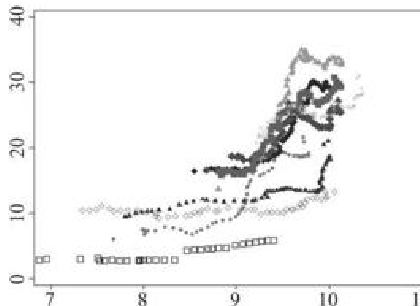
2e　增加值：运输、仓储与通信



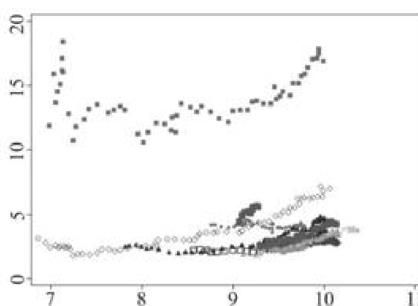
2f　就业：运输、仓储与通信



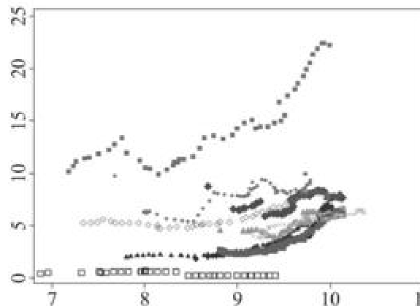
2g　增加值：政府服务



2h　就业：政府服务



2i　增加值：社区、社会和私人服务



2j　就业：社区、社会和私人服务

图2 各产业增加值和就业份额占比

注：图中横轴为人均GDP对数值，纵轴为细分服务业占比（增加值/GDP；就业/总就业）。空心方框表示中国，其他经济体还包括日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰。
资料来源：GGDC（格罗宁根经济增长与发展中心）十部门数据库。

对人力资本密集型服务业的定义，文献中主要依据的是行业中受过较高教育程度劳动力数量的占比。[17]根据国家统计局公布的分行业“大专及以上占比”和“本科及以上占比”（2017年），我们可以量化各行业的人力资本情况。以“大专及以上占比”来衡量人力资本程度，分行业来看，我国服务业人力资本密集度由高到低依次是教育（78.7%），科学研究和技术服务业（74.6%），信息传输、计算机服务和软件业（73.7%），金融业（73.2%），卫生和社会工作（70.2%），文化、体育和娱乐业（49.2%），租赁和商务服务业（48.6%），房地产业（42.1%），水利、环境和公共设施管理业（35.9%），批发和零售业（24.2%），交通运输仓储和邮政业（22.9%），公共管理、社会保障和社会组织（19.9%），居民服务、修理和其他服务业（17.5%），住宿和餐饮业（13.3%）。可以看到，随着行业人力资本密集度的下降，行业增速大致呈现下降趋势（见图3）。并且，人力资本密集度最末的5个行业也恰恰是行业增速最末的5个行业。2011—2016年，服务业增加值平均增速最快的依次是科学研究、技术服务和地质勘查业，卫生、社会保障和社会福利业，租赁和商务服务业，水利、环境和公共设施管理业，金融业，信息传输、计算机服务和软件业，教育，以上行业平均增速超过15%；接下来是房地产业，文化、体育和娱乐业，批发和零售业，居民服务和其他服务业，这些行业平均增速均超过10.4%的GDP名义增速；交通运输、仓储和邮政业，公共管理和社会组织，住宿和餐饮的平均增速均低于10.4%的GDP名义增速。行业间的差异表现说明，工业化高峰期以后的人力资本与技术密集型行业较GDP增速有更高的增长，劳动密集型行业则稍高或者低于GDP增速，这与高收入国家类似发展阶段的经验相似。与其他人力资本密集行业相比，同样需要较多人力资本投入的公共管理与社会组织发展滞后。

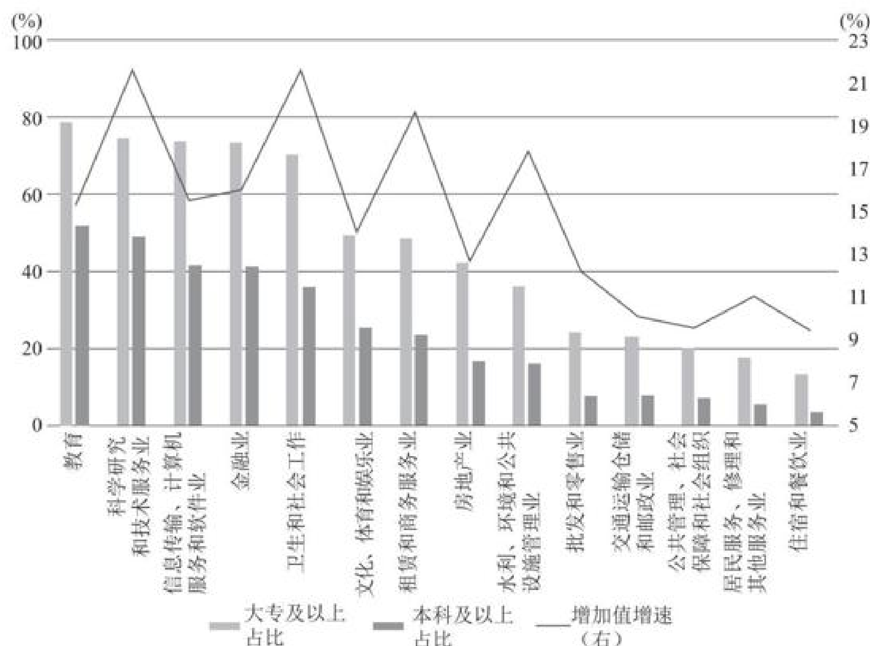
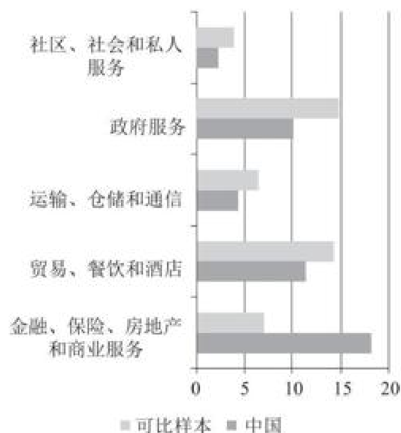


图3 服务业分行业人力资本密集度与增加值增速

资料来源：国家统计局。

国际比较当中，我们使用格罗宁根大学提供的包含33个国家的1950—2013年的长时间序列数据库。这一数据库最大的优势在于给出了长时间（1950—2013年）、分部门的增加值和就业数据，其中属于服务业的包含贸易、餐饮和酒店，运输、仓储和通信，金融、保险、房地产和商业，政府服务[18]，社区、社会和私人服务。[19]中国公开发布的服务业分类与上述分类有显著区别，不能做到一一对应，我们将中国数据重新分类合并后，[20]与其进行比较。

对比结果显示，中国在各大类服务业就业的占比都低于高收入经济体类似发展阶段，这与此前看到的中国整体服务业就业占比偏低的现象一致。与高收入国家类似阶段相比，服务业就业当中的贸易、餐饮和酒店及政府服务就业占比差距最大。增加值占比方面，比较突出的差别是两个方面：一是政府服务占比偏低，二是金融、保险、房地产和商业服务占比偏高。



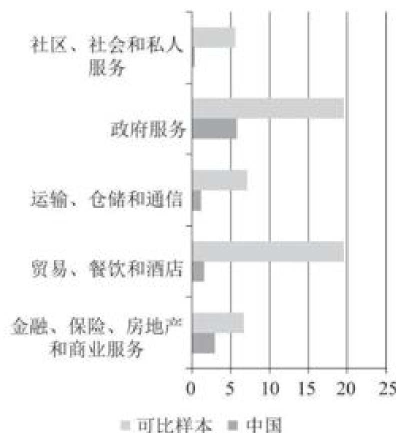


图4 服务业增加值和就业占比

注：“可比样本”包括日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰，共计13个经济体，人均收入为11000~13000国际元（1990年不变价格购买力平价）。
资料来源：格罗宁根大学产业数据库（http://www.ggdc.net/dseries/10-sector.html）；国家统计局。

四、制造业升级

世界上最发达的制造业都在服务业主导的经济体。从制造业到服务业的经济结构转型过程中，虽然总体上制造业的增加值和就业增长放缓甚至是负增长，但是制造业的产业升级并未停步。制造业依然是推进生产率进步的重要源泉，依然对其他部门的发展有着重要的正面溢出效应。没有一个能够反映制造业升级状况的综合指标。下文从研发投入和专利、生产过程、产业和产品等多个维度观察，得到对中国制造业产业升级状况的方向性判断。

（一）投入环节：研发投入和专利

魏尚进、谢专和张晓波整理了中国的研发投入和专利数据并进行了国际比较。[21]产业升级需要国家或企业在研发上大量投资。中国1991年研发投资占GDP的比例是0.7%。2010年，中国的研发投入强度超过OECD国家的中位数，到2012年则超过了OECD国家的均值（2012年是1.88%）。截至2014年，中国的研发投入强度上升至2.05%，超过了许

多发达国家。另一个度量创新投入的指标是研发人员的比例。中国1996年每百万人口中研发人员数量是443人。当时中国的研发人员比例和巴西（420人/百万人）大体相当，高于印度（153人/百万人），低于俄罗斯（3796人/百万人）。美国、日本和韩国每百万人口的研发人员数量分别为3122、4947和2211人。中国2014年的研发人员比例上升至每百万人口1113人。除了全社会的总体研发情况，如果单看制造业内部的研发投入，也是增长十分迅猛。根据国家统计局数据，制造业细分的31个子行业在2006—2016年制造业行业研发人员投入和经费增速上分别达到年均16.0%和26.4%，并且研发经费增速在2006—2013年始终高于20%。

产业升级离不开创新，专利是衡量创新的重要维度。中国国家知识产权局的专利申请从1995年的8万件上升到2014年的230多万件，年均复合增长率为19%。根据世界知识产权组织（WIPO）的数据，中国于2011年超过美国成为全世界最大的专利申请接收国。专利分为发明、实用新型和外观设计三类。其中技术含量最高的是发明专利，其授权数量在所有专利中的占比从1995年的8%上升到2014年的18%。2005年，授权给外国申请人的专利占比超过20%，而2014年这一比例下降至7%。这说明2005年以来，自主创新在中国经济增长中扮演着越来越重要的角色。比较中国和其他国家在美国专利商标局获得的专利授权数量能够说明，在严格的审查制度下，中国的专利增长同样很快。中国企业申请人在美国专利商标局获得的专利授权数量从1995年的62件增长到2014年的7236件。1995—2005年的年均增长率是21%，2005—2014年的年均增长率上升至38%。

（二）生产环节：中间投入品使用、产业集中度

亚当·斯密早在18世纪就提出提高效率的重要源泉是专业化和更细密的分工。钱纳里等人结合众多国家的工业化发展经验指出，“工业化期间，尤为重要的是中间投入品的变化，中间品在生产中的使用增加，表明生产的专业化程度和产业联系的复杂程度都在提高。这种发展趋势是工业化的确定性特征之一”。[22]中间投入品在产出中的占比提升是专业化分工和提高效率的重要标志。

中国工业部门的中间投入品在产出中的占比在持续提升。基于投入产出表[23]可以计算出制造业分行业的中间投入品占该行业产出的比例。各细分行业的中间投入品在产出中的占比均有不同程度提升。即便

是在工业化高峰期以后，工业部门中间投入品占比上升的进程并未因此打断，工业部门的专业化细分还在继续。加总的制造业中间投入品在总产出的占比从2004年的0.735上升到2014年的0.783。

低效率企业淘汰，行业集中度提升。行业集中度提升的背后可能是市场优胜劣汰机制在发挥作用，但也可能是政府行政干预导致的结果。对此，本文认为前者应该是主因，原因如下：第一，由图5可见，行业集中度的上升是趋势性的变化，并非短期现象，并且加速提升阶段发生在2000年前后，当时并不存在明显的大规模行政干预。第二，一系列研究企业TFP（全要素生产率）的文献发现，2000—2010年，中国企业行业集中度上升背后的主因是效率改善。例如，李玉红等人通过2000—2005年中国工业企业数据库微观数据发现，由企业优胜劣汰导致的资源配置效率改善是中国TFP提高和行业集中度上升的重要因素。[24]此外，毛其淋和盛斌利用1998—2007年中国制造业企业微观数据考察了企业退出的具体机制，他们发现退出企业生产率不仅在当年低于存续企业，而且在退出前若干年就表现出相对低效，这一现象被作者称为退出企业的“死亡阴影”，表明这些企业是因为自身效率低下而退出市场，而非外生因素。[25]同时，作者还发现存在显著的市场选择效应，这一效应一方面会促使低生产率企业退出，另一方面有助于新企业在进入市场后通过“干中学”迅速提高生产率。这些研究都表明，市场筛选机制是决定企业进入、退出和行业集中度向高效企业聚集的主因。

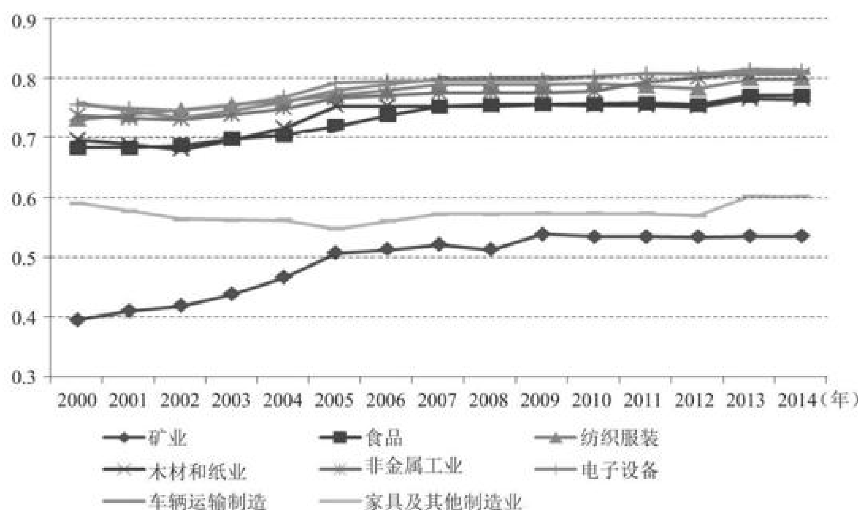


图5 制造业的中间投入品占比

注：基于投入产出表计算。

资料来源：国家统计局。

市场竞争带来优胜劣汰，更高效率企业占据更高市场份额，同时也带来了行业整体资源配置效率的提升。工业化高峰期以后，中国工业部门面临需求增速放缓和严重的优胜劣汰压力，大量低效率企业被淘汰，行业集中度显著提升。华泰证券的报告（2017）以A股上市公司营业收入口径计算了CRn指数[26]，对比2016年和2010年，一级行业中极高寡占型行业数量由6个增加到9个，低集中寡占型行业数量由10个增加到15个。[27]采掘、纺织、通用设备制造等行业中的大量企业被淘汰。

（三）产品环节：出口产品复杂度、出口增加值率

出口是反映国家制造业能力和国际竞争力的一面镜子。从出口数据透视制造业产品生产能力有多个维度，比如出口复杂度[28]、高新产品出口占比等。根据张斌、王雅琦、邹静娴的测算，以出口复杂度衡量，中国2000年出口对应的收入水平为14643美元，2014年出口对应的收入水平为24014美元。[29][30]2010年以后，中国的出口产品复杂度仍保持持续提升。

高新技术产品出口在全部出口中的占比自2000—2005年快速提升以后，一直保持在29%的相对稳定水平。近十多年来，中国出口产品的主要种类也没有大的变化，出口额前五位的大类产品基本不变。这是否意味着出口产品没有升级呢？基于大类的出口产品不能准确衡量制造业生产能力的变化。比如，同样出口一部手机，中国以前60%以上的零部件从国外进口，现在只有不到20%的零部件从国外进口，从出口产品角度看没有变化，但是中国制造业厂商的生产能力却有巨大进步，而这些进步没有办法从产品分类和出口复杂度这样的指标中体现出来。

张斌、王雅琦、邹静娴基于生产链和出口增加值率的研究发现，中国的出口增加值率持续上升。结果显示，2000—2014年，中国的出口增加值率从69.1%上升到84.3%，其中加工贸易出口增加值率从56.3%上升到77.9%，一般贸易出口增加率从85.8%上升到88.9%。[31]可以看到，加工贸易的增加值率上涨幅度高于一般贸易，这也与黄永明和张文洁的发现一致。黄永明和张文洁在研究中利用1996—2006年HS-10位编码商品贸易数据度量了产品层面的出口复杂度，发现1996—2006年我国出口产品结构逐步改善，但加工贸易类出口产品复杂度进步快于非加工类，且国内投资的加工贸易产品为最主要的推动力。[32]除了国内

投资作用，推动出口品质量升级的另一重要力量则是FDI（外商直接投资）。例如，李坤望和王有鑫利用1999—2007年的产品层面贸易数据研究发现，FDI对于资本密集型行业和外商投资占比较高行业有明显的产品升级拉动作用。[33]此外，通过对出口附加值率的分解发现，出口附加值率的提升主要来自行业内效应，而非行业间效应。[34]这意味着中国制造业企业更加专注于进口中间品替代，而不是出口新的产品。这与大类产品出口层面上的观察相一致，仅从出口产品种类上看不到近年来的中国制造业出口有明显升级，而事实可能并非如此，中国制造业出口企业把研发和技术进步的力量主要放在了进口中间品替代而不是出口新产品上。

五、消费、投资和出口再平衡

消费在GDP中的占比随着工业化发展阶段推进先降后升。从高收入经济体类似发展阶段的经验来看，消费占比从工业化初期到工业化高峰期[35]保持趋势性下降，工业化高峰期以后开始持续回升。日本的消费占比从20世纪50年代战后工业化重建时期的76%下降至70年代初工业化高峰期的60%，此后开始持续回升；中国台湾的消费占比从50年代初期的90%下降至80年代中后期工业化高峰期的61%，此后开始持续回升；韩国的消费占比从60年代初期的99%下降至80年代后期工业化高峰期的58%，此后开始持续回升。造成消费率上升的并非私人部门消费，而主要来自政府消费。

随着中国经济迈过工业化高峰期，消费占比开始回升。中国消费在GDP中的占比自改革开放以来持续下降，从改革开放之初的61%下降至2010年工业化高峰期的48.5%，此后开始持续回升，2016年上升至53.6%。中国大陆的消费占比变化随着工业化阶段推进先降后升的轨迹与日本、韩国、中国台湾的经历类似，但是中国的消费占比水平显著低于上述经济体，与类似发展阶段的其他经济体相比大约低了10个百分点。

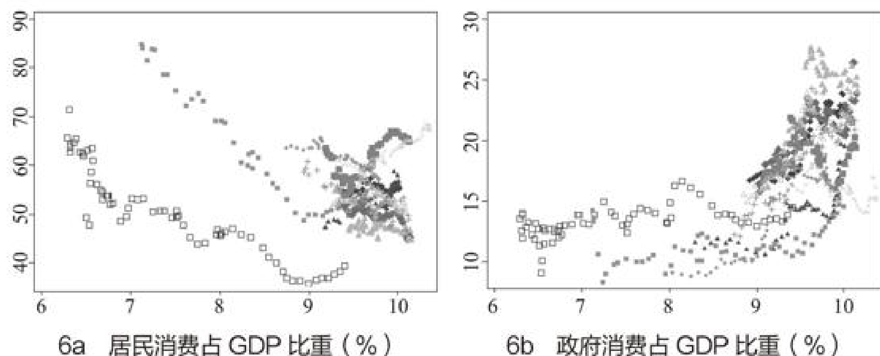


图6 居民和政府消费占GDP比重

注：图中横轴为人均GDP对数值，纵轴为各国消费（居民、政府）占GDP比重。空心方框表示中国，其他经济体还包括日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰。
资料来源：世界银行WDI数据。

私人消费占比水平仍偏低。最终消费包括了居民消费和政府消费，二者在最终消费中的占比近十多年来一直分别稳定在74%和26%左右。中国政府的最终消费在GDP中占比14%，从国际比较视角看，与美国、韩国、中国台湾等接近，低于日本和欧元区；居民部分最终消费在GDP中占比39%，远低于其他国家和地区50%以上的占比。朱天和张军认为，官方数据一是显著低估了居民居住消费，主要是居民自有住房的虚拟租金；二是没有涵盖公司账户覆盖的私人消费；三是更主要的，即住户调查中高收入人均代表性不足，低估了全体居民的收入和消费，[36]经过作者的调整后中国居民的消费率上升了10个百分点，中国与类似发展阶段经济体相比不存在消费率过低。

固定资本形成在GDP中的占比随着工业化发展阶段推进先升后降。从高收入经济体类似发展阶段的经验来看，固定资本形成占比从工业化初期到工业化高峰期持续上升，工业化高峰期以后开始下降。日本的固定资本形成占比从20世纪50年代战后工业化重建时期的19%上升至70年代初工业化高峰期的36%，此后开始持续下降；中国台湾的固定资本形成占比从50年代初期的11%上升至80年代初期的30%，此后开始持续下降；韩国的固定资本形成占比从60年代初期的11%上升至90年代初的39%，此后开始持续下降。中国大陆的固定资本形成在GDP中的占比与上述经济体的经验类似：固定资本形成占比80年代初为30%，此后不断抬升，2010年达到45%的峰值，此后停止上升步伐开始缓慢下降，目前仍停留在较高水平。

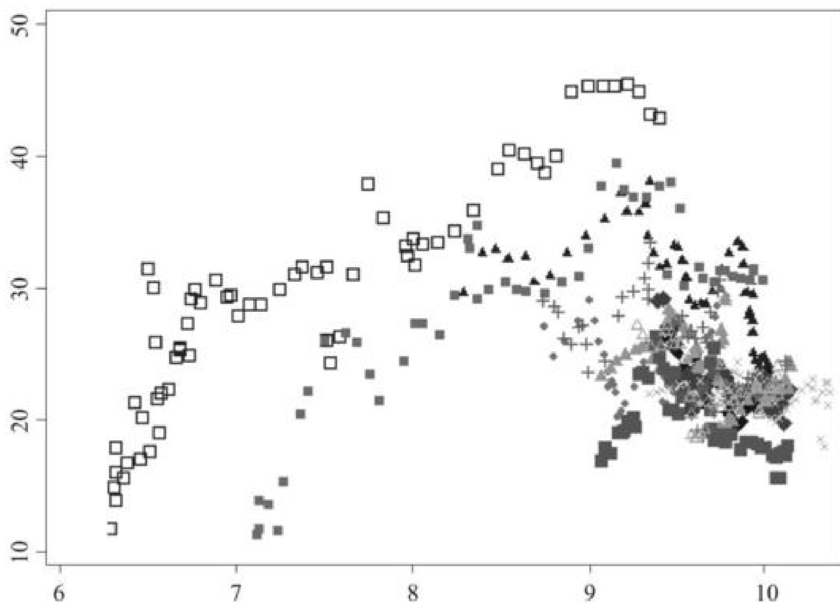


图7 固定资本形成占GDP比重（%）

注：图中横轴为人均GDP对数值，纵轴为各国固定资本形成占GDP比重。空心方框表示中国，其他经济体还包括日本、韩国、中国台湾、美国、英国、德国、法国、比利时、意大利、西班牙、芬兰、瑞典、荷兰。
资料来源：世界银行WDI数据。

固定资本形成构成当中，设备投资占据较高比重。从日本经验看，设备投资占比一直处于60%~70%的高位，自20世纪60年代以来呈波浪式下降走势；房地产投资在全部固定资本形成中的占比从20世纪50年代到70年代中期持续上升，高点达到25%，此后在20%上下波动；政府投资占比从20世纪50年代到90年代台阶式上升，高点也曾超过20%。从中国台湾经验看，政府投资在固定资产形成中的占比从50年代到80年代在40%~60%的高位上下波动，90年代以后开始大幅下跌至20%，与之对应的是民营设备投资占比从30%大幅上升至50%；民营建筑工程投资占比相对稳定，一直在20%~30%之间。从韩国经验看，设备和无形资产投资在全部资本形成中的占比在40%~50%之间波动，住宅投资占比在10%~20%之间波动，政府投资占比在15%左右。

中国官方没有发布资本形成的详细分类数据，只能观察到比较详细的固定资产投资数据。从构成上看，中国建筑安装投资在总固定资产投资中占比很高，2005—2008年为61%，2008年以后逐渐上升到70%。与其相对应，设备和其他投资（包括无形资产投资）从2005年的39%下

降到目前的30%。考虑到建筑安装投资中涵盖了较多的土地购置费用，且很可能存在夸大的成分，观察其在固定资产投资中的占比可能高估了建筑安装投资在固定资本形成中的占比，也因而会低估设备和其他投资在固定资本形成中的占比。作为参考，设备和其他投资与固定资本形成之比2005年以来持续上升，目前达到57%。

工业投资占比下降，基础设施建设和服务业投资占比上升。从细分行业来看，工业投资在固定资产投资中的占比自2008年以后从36.3%下降到33.6%；建筑和房地产投资占比近十多年来一直在25%左右小幅波动；基础设施建设投资在固定资产投资中的占比自2011年后从22.3%上升到25.8%。基础设施建设投资主要包括三类：（1）电力、热力、燃气及水的生产和供应业；（2）交通运输、仓储和邮政业；（3）水利、环境和公共设施管理业。公共设施管理业（包括市政设施管理、供水设施管理、公交设施管理、园林设施管理、环卫设施管理等）在全部基础设施建设投资中占比最大，2016年达到37.3%。从增速变化来看，2013年以来第一类和第二类持续下降，第三类的增速高于第一类和第二类且没有持续下降，2016年，第一、二、三类的增速分别达到12%、10%和23%。农林牧渔、科教文卫以及其他（包括信息传输、计算机服务和软件业，批发和零售业，金融业，租赁和商务服务业，居民服务、修理和其他服务业，公共管理、社会保障和社会组织等）投资占比较低，2010年以来保持持续上升走势。

出口增速放缓，出口市场份额增速对出口增长贡献下降。出口增速可以分解为两个部分：一部分是全球出口市场增速，这主要来自全球需求增长以及全球贸易一体化程度提高；另一部分是中国出口在全球出口市场份额的增速。2000—2016年，中国出口年均增速15.4%，其中8.4个百分点来自出口市场份额增长的贡献，7个百分点来自全球出口市场增长。近十多年来，出口市场份额的增长速度在持续收窄。出口市场份额增长放慢会直接带来出口增速放慢。2009—2016年，由出口市场份额增长带来的出口平均增速为5.2%，远低于2000—2008年危机前平均12.5%的水平。

中国出口市场份额增速下降与收入水平提高之间的关系和高收入经济体以往的经验基本一致。基于1948—2013年17个发达国家的分析，出口市场份额随人均收入增长主要呈现出驼峰形变化轨迹。主要发达经济体到达出口市场份额峰值的收入临界点在7800～20000国际元（按购买力平价法计算，1990年不变价），多数集中在15000国际元左右。按

照中国过去15年的出口市场份额增速持续下降做趋势外推，中国大概在2020年前后的市场份额接近零增长，中国的出口市场份额达到峰值，届时的收入水平大概在14500国际元。这与高收入经济体的经验基本吻合。

六、经济发展的短板

基于以上观察，中国与高收入经济体类似发展阶段的差异主要表现在以下几个方面：第一，从产业角度看，中国第一产业就业占比偏高，二、三产业就业占比偏低；第二，政府服务以及社区、社会和私人服务占比偏低，金融、保险、房地产和商业服务占比偏高；第三，官方口径下的私人消费占比过低，投资占比过高，尤其是建筑安装类投资过高。这些差异很可能就是当前中国经济增长进程中最突出的结构性短板。

三次产业的就业数据以常住人口为口径，采取抽样调查方式得到。二、三产业就业占比偏低可能部分来自统计原因：一是第一产业就业的劳动人口从事二、三产业兼职，但是被统计为第一产业就业；二是部分建筑业劳动人口在抽样调查时间待在农村，被统计为第一产业就业人口；三是16岁以上的劳动人口均被统计为劳动人口，大量年长的劳动人口留在农村并被统计为第一产业就业，实际劳动时间和劳动投入并不高。

与二、三产业就业占比偏低密切相关的另一个指标是城市化率。截至2016年，中国官方按照常住人口统计的城市化率为57.4%。与此形成鲜明对照，日本、韩国以及其他众多高收入国家在工业化高峰期以后，城市化率都达到了70%以上。中国在工业化高峰期以后城市化率仍在持续攀升，即便如此，城市化率也大大低于高收入经济体类似发展阶段。较低的城市化率与第二、第三产业就业占比偏低形成了对应。政府服务占比偏低同样与较低的城市化率有关。比较而言，城市较农村会提供更多的政府服务，较低的城市化率与政府服务占比较低形成了对应。

与高收入经济体类似发展阶段相比，中国较低的第二、第三产业就业占比，较低的政府服务附加值占比和较低的城市化率，以及较高的投资率主要来自政府“重发展、轻服务”的职能定位以及相关改革措施不到位。长期以来，中国各级政府公共政策决策和公共资源投入更加看重当地GDP和税收增长，[37]这密切关系到地方官员升迁和官员集团福利。[38]在这个激励机制导向下，政府更看重建设项目，这部分解释了为什

么中国投资占比过高以及投资当中建筑安装类投资过高。政府提供公共服务和公共管理缺少必要的激励机制，提供公共服务和公共管理更多被政府视为只有投入、鲜有回报的负担。政府在改善公共服务和公共管理方面的意愿和投入严重不足。一些可以依靠市场提供的服务，比如医疗、教育当中的很多服务受制于过度管制政策不能充分发展。[39]城市在提供公共服务和社会保障方面的不充分，再加上土地、户籍等政策改革不到位，使得城市对于众多农村人口只能是个暂时的工作地点，而不能长久地安定生活。这解释了为什么城市化率偏低，第二、第三产业就业人口偏低，政府服务以及社区、社会和私人服务占比过低，这些统计数据背后的现实映射的是数以亿计的农民工不能安居在城市，不能享受城市配套公共服务。

七、推进政府职能改革

经济增长过程存在增长的烦恼，也存在对未来增长形成瓶颈的真正问题。通过比较中国与高收入经济体类似发展阶段的经济结构变化轨迹可以看到，中国目前制造业的增速放缓、人力资本密集型服务业的更快发展、消费占比上升、出口增速下降等现象都是走向更高收入阶段的规律性现象，这些现象与高收入经济体类似发展阶段的经验高度一致。

中国与高收入经济体类似发展阶段的真正差距在于中国较低的第二、第三产业就业占比、较低的政府服务附加值占比和较低的城市化率，以及较高的投资率。弥补差距，政府需要逐步推进“从发展到服务”的政府职能改革。随着中国收入水平的提高和经济结构的转型，政府职能需要与时俱进地做出调整，把工作重心从项目建设逐步转向公共服务和公共管理。实现“从发展到服务”的政府职能改革离不开社会各界的广泛参与，只有社会各界对公共服务和公共管理进行有效监督和问责，才具备改善公共服务和公共管理的激励机制；只有广泛、充分接收基层民众信息，经专家科学论证，才具备改善公共服务和公共管理的信息和技术保障。

---

[1]　本文作者张斌系中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长，中国金融四十人论坛（CF40）高级研究员；邹静娴系中国人民大学国家发展与战略研究院副教授，中国金融四十人论坛青年研究员。

[2] 霍利斯·钱纳里，谢尔曼·鲁宾逊，摩西·赛尔奎因．工业化和经济增长的比较研究[M]．吴奇，王松宝，等，译。上海：上海三联书店，1989.

[3] 刘世锦，等.陷阱还是高墙？[M].北京：中信出版社，2011.

[4] Eichengreen, Barry and Park, Donghyun and Shin, Kwanho, When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China (March 2011). NBER Working Paper No. w16919. https://ssrn.com/abstract=1801089.

[5] 林毅夫。解读中国经济[M]. 北京：北京大学出版社，2012.

[6] 有兴趣的读者参见结构转型的最新综述性文章：Herrendorf B, Rogerson R, Valentinyi Á.Growth and structural transformation[R]. National Bureau of Economic Research, 2013。

[7] 对产业结构比较的批评参阅：贺俊，吕铁。从产业结构到现代产业体系：继承、批判与拓展[J].中国人民大学学报，2015(2)；黄群慧，黄阳华，贺俊，等. 面向中上等收入阶段的中国工业化战略研究[J]. 中国社会科学，2017(12):94-116.

[8] Herrendorf B, Rogerson R, Valentinyi. Growth and structural transformation[R].National Bureau of Economic Research, 2013.

[9] 包括欧盟15国、美国、日本、韩国、加拿大、澳大利亚。研究结构转型问题需要用到较长时间的历史数据，目前研究中主要使用的数据来源如下：麦迪森（Maddison）2010年项目数据库，欧盟KLEMS（资本、劳动力、能源、中间投入、服务5个单词的英文首字母缩写）数据库，世界银行指数，联合国统计司国家账户数据，佩恩表数据库，经济合作与发展组织消费支出数据。收入水平、产业增加值和就业数据相对容易获得，消费支出的分解在很多国家没有历史数据。

[10] 即1990年1单位美元的购买力。

[11] Buera F J, Kaboski J P. Scale and the origins of structural change[J]. *ournal of Economic Theory*, 2012, a, 147(2): 684-712.

[12] 样本国家在2000年占全球人口的68%，占全球增加值的80%。

[13] 这里定义的工业化高峰期是基于经济结构转型文献中经济活动从工业部门向服务业部门转移的各项指标所经历的由上升到下降的趋势性拐点。跨过工业化高峰期与是否仍处于工业化阶段并非一个概念。对工业化阶段的判断参阅：霍利斯·钱纳里，谢尔曼·鲁宾逊，摩西·赛尔奎因。工业化和经济增长的比较研究[M].吴奇，王松宝，等，译，上海：上海三联书店，1989；郭克莎.中国工业化的进程、问题与出路[J]. 中国社会科学，2000(3):60-71；陈佳贵，黄群慧，钟宏武. 中国地区工业化进程的综合评价和特征分析[J]. 经济研究，2006(6):4-15.

[14] 工业包括制造业、采掘业以及电力、燃气和水的生产和供应业，制造业增加值占全部工业增加值80%以上。在现有统计数据中，工业增加值时间序列较长，可以作为反映制造业增加值份额长期变化轨迹的代理变量。

[15] 第二产业包括工业和建筑业。

[16] Buera F J, Kaboski J P. The Rise of the Service Economy[J]. *American Economic Review*, 2012, 102(6): 2540-69.

[17] Buera F J, Kaboski J P. The Rise of the Service Economy[J]. American Economic Review, 2012, 102(6): 2540-69.

[18] 对应于国际标准行业分类（ISIC）3.1版中的L-N项：公共行政与国防，强制性社保，教育，健康和社会工作，参见：https://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=17。

[19] 对应于国际标准行业分类（ISIC）3.1版中的O-P项：其他社区、社会和私人服务活动；以私人家庭为雇主的活动以及私人家庭的无差别生产活动，域外组织及机构。参见：https://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=17。

[20] 具体合并对应方式如下：将中国国家统计局公布的“批发和零售业”“住宿和餐饮业”对

应于“贸易、餐饮和酒店”；“交通运输、仓储和邮政业”对应于“运输、仓储和通信”；“金融业”“房地产业”“租赁和商务服务业”“信息传输、计算机服务和软件业”“科学研究、技术服务和地质勘查业”对应于“金融、保险、房地产和商业服务”；“水利、环境和公共设施管理业”“教育”“卫生、社会保障和社会福利业”“公共管理和社会组织”对应于“政府服务”；“居民服务、修理和其他服务业”“文化、体育和娱乐业”对应于“社区、社会和私人服务”。

[21] Wei, Shang-Jin, ZhuanXie, and Xiaobo Zhang. 2017. From "Made in China" to"Innovated in China": Necessity, Prospect, and Challenges. *ournal of Economic Perspectives*, 31(1): 49-70.

[22] 霍利斯·钱纳里，谢尔曼·鲁宾逊，摩西·赛尔奎因. 工业化和经济增长的比较研究[M]. 吴奇，王松宝，等，译。上海：上海三联书店，1989.

[23] 最新发布的世界投入产出表数据只能更新到2014年。

[24] 李玉红，王皓，郑玉歆. 企业演化：中国工业生产率增长的重要途径[J]. 经济研究，2008(6):12-24.

[25] 毛其淋，盛斌. 中国制造业企业的进入退出与生产率动态演化[J]. 经济研究，2013(4):16-29.

[26] 一种衡量行业集中度的指标，即行业内最大的前n个企业所占市场份额之和。

[27] 行业集中度：格局重塑，以龙为首[R].[2017-08-22].华泰证券策略报告.

[28] Rodrik, Dani and Hausmann, Ricardo and Hwang, Jason, What You Export Matters(January 2006). CEPR Discussion Paper, No. 5444.

[29] 中国收入水平远低于出口复杂度所对应的收入水平，对此进一步解释参见Rodrik（2006）。

[30] 张斌，王雅琦，邹静娴. 从贸易数据透视中国制造业升级[J]. 国际经济评论，2017(3):13-27.

[31] 张斌，王雅琦，邹静娴. 从贸易数据透视中国制造业升级[J]. 国际经济评论，2017(3):13-27.

[32] 黄永明，张文洁. 中国出口复杂度的测度与影响因素分析[J]. 世界经济研究，2011(12):59-64.

[33] 李坤望，王有鑫. FDI促进了中国出口产品质量升级吗？——基于动态面板系统GMM方法的研究[J]. 世界经济研究，2013(5):60-66.

[34] 行业内效应指出口同类产品，更多的国外进口中间品被国内生产中间品替代；行业间效应则指出口产品当中更高的出口增加值率产品的比重上升，体现为出口产品的结构性变化。

[35] 以工业部门增加值在GDP中的占比峰值确定。

[36] 朱天，张军. 中国的消费率被低估了多少？[J]. 经济学报，2014(2):42-67.

[37] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究，2007(7):36-50.

[38] 徐现祥，王贤彬. 任命制下的官员经济增长行为[J]. 经济学（季刊），2010，9(4):1447-1466.

[39] 对于这个问题的进一步讨论，参见：张斌. 从制造到服务[M]//吴敬琏。比较. 北京：中信出版社，2015（5）.

中国经济增长路径的转变

张平[1]

2019年中国人均GDP已达到1万美元，2020年在全面实现小康的基础上向实现现代化迈进，到2035年初步实现现代化，人均GDP超过2万美元，迈入高收入国家行列。按现在的高收入组计算，人均GDP超过1.3万美元，将突破中等收入上限，进入高收入国家行列。预计中国在2028年前后突破中等收入阶段，进入高收入国家行列；再经过几年的发展，到2035年，人均GDP超过2万美元，初步实现社会主义现代化；到21世纪中叶，预计人均GDP突破4万美元，成为现代化强国。[2]在经济转型的这一关键时期，党的十九大报告不仅给我们指出了经济发展路径，更给出了经济发展新阶段的基本矛盾、新发展理念和坚持改革开放的方式方法，并强调了发展体系始终围绕以人民为中心这一根本命题，中国经济增长也将从物质供给转向满足人的全面发展。因此，发展路径的转向已经是必然的选择，然而转折是艰难的。高速增长意味着“规模收益递增”、经济的“正反馈机制”自我强化，而转向以人的全面发展为导向的路径，经济走向均衡，意味着“规模收益递减”，经济的正反馈机制减弱，此时，需要构造非经济因素的“正反馈机制”才能打破对原有增长路径的依赖，转向新的发展方向和实现新的发展理念。本文依据S形增长路径模型预测未来的增长，从实证角度分析路径转变的条件和经验事实，提出适应增长路径转变的模型构造，引入非经济因素的“正反馈机制”以克服增长路径锁定，从而通过经济与非经济因素共同演化，实现中国增长路径转变，迈向现代化。

一、中国长期S形增长路径

（一）增长研究范式的转变

中国经济增长的长期路径一直是我们最为关心的命题。长期经济增长遵循着S形路径，并呈现阶段性演进的特征。从工业化转向城市化的阶段性变化会引起增长动力结构、政府干预、技术进步等发生阶段性变

化。[3]国际经验表明，由于技术进步中的“干中学”效应递减，低成本要素累积的不可持续，一国在从工业化到城市化、从低收入迈向高收入的过程中，会出现从“结构性加速”向“结构性减速”转换的挑战。[4]

S形增长路径涵盖了两个方面的拓展。第一个拓展是构造一个依赖时间的增长模型。该模型具有至少两期的阶段性特征：一期是具有“规模收益递增”的发展阶段，它受制于阶段性极限；另一期是“规模收益递减”的发展阶段。当经济发展处于“规模收益递减”阶段，能否依靠创新等新要素推动经济走向内生增长是不确定的，经济发展过程仍要受到资源、环境、气候等自然条件的约束，所以它需要一套新的发展模式。第二个拓展是将“非经济”因素纳入增长模型。在S形生产函数中，除了资本、劳动要素积累，还增加了新的规模递增要素，即把社会、制度、创意、人力资本等新因素纳入生产函数，并将单一的经济增长目标转向“人的全面发展”的经济社会福利目标，修补了新古典增长范式中的简化。

在主流经济学中，研究经济增长的经典模型主要有新古典增长模型和内生增长模型。其中，新古典增长模型是一个单调的要素积累增长模型，不包括阶段性，也不包含任何非经济要素，外生变量为技术进步和人口。内生增长模型将人力资本内生为技术进步，作为持续推动增长的因素。增长模型中也没有破坏自然资源、引起气候变暖的成本项目，没有两极化分裂社会的代价因素，把人类社会、意识形态、自然资源等高度复杂化过程简化为要素积累的增长模型，是永远增长的永动机模型，适合于无限制开采物质的工业化生产阶段。用这样的经济增长模型分析基于人的全面发展以及人与自然和谐共生的现代化阶段，则有很大的局限性。

对经济增长过程做极其简化的经济学抽象分析对我们理解经济增长的机制无疑具有重要的作用，但它难以涵盖经济真实发展的多阶段特征和阶段转换的特性，而且过度简化了非经济性因素，成为一个孤立的系统，与将现实经济、社会、政治、文化、自然融为一体的人类真实活动也越来越不相关。这些问题引发经济学家积极进行探索，试图从多方面给予拓展和丰富。马克思主义学术传统一直将经济生产方式与阶级产生相联结，形成了丰富的经济与社会互动的发展机制分析，并划分了历史发展的大阶段，指导了实践。从亚当·斯密到现代经济学者都在不断探索经济与伦理、社会等人类活动变量的互动联结的理论逻辑。[5]阿马蒂亚·森指出现代经济学的两个根源：一是由“边际革命”开创的经济学的“工程学”根源；二是经济学与伦理学的分离。[6]经济与社会互动的分析浩

如烟海，出现了经济“嵌入”社会等理论，以及在心理活动的基础上拓展出的行为经济学等。经济行为与人类社会、意识、道德、政治、法律等活动的互动是现代主义的一个基准。

对经济增长多阶段性的探讨，罗斯托在《经济增长理论史：从大卫·休谟至今》一书中提出了一个理论范式。他将经济增长划分为不同阶段，以此为基础，分别讨论了每个阶段的“增长基本方程式”“非经济因素”“增长阶段与极限”，并归纳了各个阶段的经济起飞、成熟技术、大众消费等。[7]亚洲金融危机后，世界银行的“中等收入陷阱”假说再次将增长阶段研究推到了重要位置。作为新兴市场国家，中国如何跨越中等收入陷阱成为研究的一个重要课题。[8]对增长的阶段性的讨论本质上隐含了阶段性断点的可能性和演化分叉的可能性，这也是人类社会多样性特征的一个产物。

在增长模型中加入自然环境冲击实际上就是加入成本项。大自然作为复杂系统，在不断遭到破坏后，会产生“涌现”[9]的宏观现象，如全球性的气候灾害、污染、瘟疫等冲击，从而根本性地改变增长的技术和演进路径。工业化以来，以刺激消费、增加物质消耗为基准的GDP增长模式不断受到温室效应的挑战，自然灾害损失、污染和疫情等冲击的规模和频率都不断加大，已经构成了增长的损失（成本）项。古典式的自然开采—加工污染—过度消费的工业化生产与生活模式需要重新定义，转向可持续增长模式。[10]2020年的疫情冲击，直接造成全球经济下滑，国际货币基金组织在《世界经济展望》中把全球经济增长预测从3.2%调低到-3%，[11]自然冲击带来的全球经济直接损失不断加大。气候经济学被全球接受，气候、环境、排放、循环经济等被列入全球气候协定，并将深刻地改变人们的生活和生产方式。中国是《巴黎协定》的缔约国，减少大气污染、降低排放、循环利用物质已经开启了中国新的生产方式。日本提倡“氢社会”，欧洲的“新工业革命”利用存量进行物质循环，而非新开采物质，逐步进入绿色平衡发展的状态，按物质测量，其GDP增长约为零。学者、大众、政府精英都重新讨论通过消耗物质提高GDP是不是经济增长的唯一目标？在跨越小康或进入高收入阶段后，精神享受是不是“精神收入”，能否被核算？总之，在自然成本冲击下，重新设置人类发展的新目标和新模式得到广泛讨论。

增长路径转变是经济增长路径逐步逼近阶段性极限的特征表述。路径转变是一个过程，属必然趋势。路径转变的方向则含有多种可能性，如经济学、组织学中讨论的“路径依赖”。导致路径没有成功地转换到更

高的增长路径而陷入增长困境中，可称为“增长的陷阱”。

中国增长路径的阶段性极限特征表现在多方面：

（1）随着人均GDP的增长和市场全面开放，要素价格完成了国际市场定价，基于市场规模扩张和隐蔽资源（要素）重新定价推动的规模收益递增效应减弱。

（2）人口红利推动的劳动力供给比较优势逐步消失，人口老龄化会导致人口负债。

（3）随着本国技术水平接近全球技术前沿边界，技术模仿收益下降，技术创新和开发的不确定性增强。

（4）随着城市化率的不断提高，后发国家从传统农业部门转向现代化部门，从农村到城市的结构再配置效率递减。

（5）自然成本约束明显加强，可持续发展成为增长的要求。

（6）基于城市发展的社会等非经济因素推动经济增长向包容性增长转变。

结合增长路径转变的上述特征，探索新的增长模型和发展模式实质上就是要促进发展模式转变，推动增长路径转变，其最大的特征就是通过加入非经济因素，形成“正反馈机制”，从而引导经济增长转向新的路径。

（二）S形增长模型和2021—2050年的预测

S形增长模型本质上就是将基于资本、劳动等经济要素积累的生产函数扩展成一条因时而变的增长路径。[12]利用贝叶斯参数估计法得出的模型和1978—2019年的数据，我们重新估计了中国长期增长曲线（见图1），[13]从中可得到参数估计值α的均值为0.00412，95%的置信区间为（0.00398，0.0042），a的均值为86.1516，95%的置信区间为（83.9856，89.4521）；b的均值为0.0892，95%的置信区间为（0.0827，0.09176），收敛于$\alpha=0.00412$，可得到$k=242.72$，$\alpha=86.1516$，$b=0.0892$，得出我国人均GDP的S形增长函数为：

$$y_i=\frac{242.72}{1+86.1516\cdot e^{-0.0892i}}$$

1978—2019年实际人均GDP与模拟人均GDP的预测误差项为$e^2=7.4159$，曲线见图1，计算出的拐点为2033年，即我国人均GDP增长从高速增长转向中高速增长阶段，再转入稳定增长期；2034年以后我国人均GDP增长将进入平稳发展期。

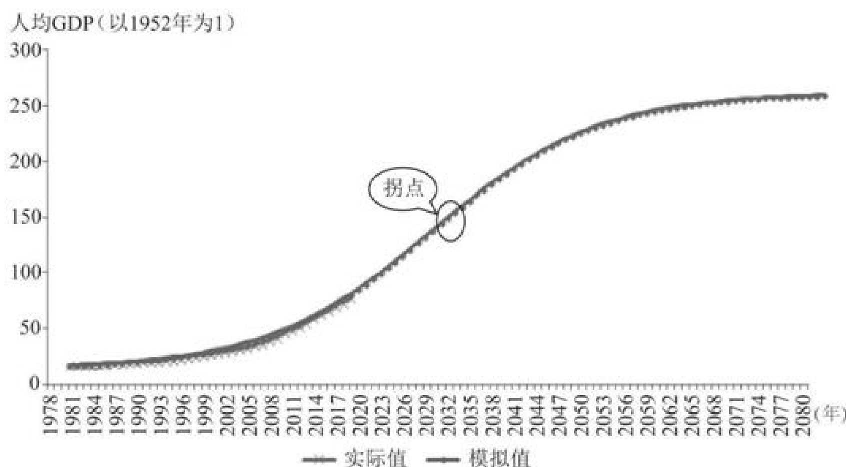


图1 中国长期增长曲线

注：该模型测算由中国社会科学院经济研究所陈昌兵研究员更新计算。

根据模型的预测值，以我国2019年人均GDP达到1万美元为基数，由于新冠疫情冲击，2020年只按名义增长3.5%和人民币兑美元汇率7：1计算GDP增速，而后年份的预测我们假定汇率为7，做了三个阶段的通胀率假设：2021—2033年通胀水平保持2%，2030—2040年通胀降低到1.5%，2041—2050年通胀降低到1%。按模型预测的人均GDP计算（见表1），到2033年，中国人均GDP达到2.4万美元，到2050年人均GDP达到4.1万美元，实现现代化强国的目标。到2050年，我国经济增速将从现在的赶超速度逐步向发达国家的经济增速收敛，因此决定经济实力和财富水平的关键不是速度而是一国经济的稳定和持续增长，汇率升值则是一国经济、政治与社会多方面和谐稳定在货币信用上的反映。就此而言，降低经济增速的波动，保持稳定和可持续增长才是新发展阶段的根本。

表1 中国未来增长的预测

年份	人均国内生产年增长率（%）	国内生产总值增长率（%）	人口增长率（%）	人均 GDP 预测（贝叶斯）以 1978 年为基期的实际增长率（%）
1978	10.2	11.65	1.35	
1979	6.2	7.57	1.33	9.20
1980	6.5	7.85	1.19	9.19
1981	3.8	5.14	1.38	9.18
1982	7.4	9.03	1.58	9.16
1983	9.2	10.77	1.33	9.15
1984	13.7	15.23	1.31	9.13
1985	11.9	13.51	1.43	9.11
1986	7.3	8.95	1.56	9.09
1987	9.9	11.72	1.67	9.07
1988	9.4	11.3	1.58	9.05
1989	2.6	4.21	1.51	9.02
1990	2.4	3.9	1.45	9.00
1991	7.8	9.3	1.30	8.97

年份	人均国内生产年增长率（%）	国内生产总值增长率（%）	人口增长率（%）	人均 GDP 预测（贝叶斯）以 1978 年为基期的实际增长率（%）
1992	12.8	14.2	1.16	8.93
1993	12.6	13.9	1.15	8.90
1994	11.8	13	1.12	8.86
1995	9.8	11	1.06	8.82
1996	8.8	9.9	1.05	8.78
1997	8.1	9.2	1.01	8.73
1998	6.8	7.8	0.92	8.67
1999	6.7	7.7	0.82	8.62
2000	7.6	8.5	0.76	8.56
2001	7.6	8.3	0.70	8.49
2002	8.4	9.1	0.65	8.42
2003	9.4	10	0.60	8.35
2004	9.5	10.1	0.59	8.26
2005	10.7	11.4	0.59	8.18
2006	12.1	12.7	0.53	8.08
2007	13.6	14.2	0.52	7.98
2008	9.1	9.7	0.51	7.88
2009	8.9	9.4	0.49	7.76
2010	10.1	10.6	0.48	7.65
2011	9	9.6	0.48	7.52
2012	7.3	7.9	0.50	7.38
2013	7.2	7.8	0.49	7.24
2014	6.8	7.4	0.52	7.10
2015	6.4	7	0.50	6.94
2016	6.1	6.8	0.59	6.78
2017	6.4	6.9	0.53	6.61
2018	6.3	6.7	0.38	6.44

年份	人均国内生产年增长率（%）	国内生产总值增长率（%）	人口增长率（%）	人均 GDP 预测（贝叶斯）以 1978 年为基期的实际增长率（%）
2019	5.7	6.1	0.33	6.25
2020				6.07
2021				5.88
2022				5.68
2023				5.48
2024				5.28
2025				5.07
2026				4.86
2027				4.66
2028				4.45
2029				4.24
2030				4.04
2031				3.83
2032				3.63
2033				**3.44**
2034				3.25
2035				3.06
2036				2.88
2037				2.70
2038				2.54
2039				2.38
2040				2.22
2041				2.07
2042				1.93
2043				1.80
2044				1.67
2045				1.55

年份	人均国内生产年增长率（%）	国内生产总值增长率（%）	人口增长率（%）	人均GDP预测（贝叶斯）以1978年为基期的实际增长率（%）
2046				1.44
2047				1.34
2048				1.24
2049				1.15
2050				1.06

资料来源：国家统计局。中国统计年鉴2019[M].北京：中国统计出版社，2019.

二、中国经济增长转变中的经验事实与模式演进

我们预测2033年为经济增长转折点，转折本质上是一个过程，而不是一个简单的预测时点，这个过程是一组经验事实推动的转折过程。我们就这一转折过程的经验事实进行梳理，并配合发展模式的变与不变予以讨论，从而理解转折过程中不可改变的趋势和传统模式锁定的冲突与调整。

（一）经济增长转变中的经验事实

在中国经济转折过程中，我们可以看到一系列相关事实，都在揭示规模收益递增过程的转变。

1. 结构性减速

出口导向型工业化推动的规模递增的经济赶超阶段结束。2012年，中国经济增长从“结构性加速”转到“结构性减速”。[14]工业化是中国赶超式增长的第一大结构性动力，2011年前，中国工业增加值占GDP比重在40%以上，个别年份会低些，但很快就会恢复；而2011年后，工业增加值占GDP比重系统性下降，到2019年下降到30%。“结构性加速”是指资源从低效率的传统产业部门配置到高效率的现代化工业部门，通过结构性配置带来的规模收益递增实现高速经济增长。完成工业化后，由于服务业的规模效率低于工业部门，所以中国经济结构服务化开始加速后，经济增长因服务业比重上升逐步减缓，这与发达国家经历的增长历程和趋势相一致。经济结构服务化是路径转向的最重要标志。

2.全球化市场带来的规模收益递增结束

在经济赶超阶段，中国通过比较优势，用出口拓展全球市场，到2015年时出口份额达到全球出口份额的14%，而后略有下降；到2019年时，为13%左右，出口份额占全球出口份额已达到极限，出口带动的全球市场扩展带来的规模收益递增趋势结束。净出口占GDP的比重从2007年的8.6%下降到2018年的0.85%，出口带动效应下降，出口导向的经济扩张结束，逐步进入以国内消费为主导的经济发展阶段。

3.空间聚集的规模收益特征预计到**2030**年前后消失

中国2011年城市化率突破50%，2019年中国城市化率突破60%，空间聚集带来的规模效应推动了城市化的投资、私人住房购买和城市化建设产业的发展。到2030年城市化率达到70%后，人口城市化速度主要依循城乡人口自然增长，城市规模聚集度逐步稳定，为人口空间聚集而大幅度投资的城市建设周期也基本结束，城市化加速增长路径转向平稳增长路径。

4.人口红利到**2012**年时已结束

人口红利，即劳动人口占总人口的比重，是中国赶超路径的一个最重要的因素。对于以农业为主导的后发国家来说，人口过多是一种负担，会导致其落入“马尔萨斯陷阱”。只有大量农村剩余劳动力转移到工业化进程中，而且参与国际化分工体系，才能化负担为红利。中国的劳动力人口占比到2012年见顶，随后逐步缓慢回落，人口老龄化加快。按联合国的人口预测，中国人口总量到2031年达到14.6亿的顶峰，随后人口增长转变为负增长，劳动力供给增长率下降，65岁及以上年龄人口占比接近20%。

5.中国的资本形成增长速度逐步下降

资本形成来自一国的储蓄，包括国内投资和净出口，中国净出口占GDP比重下降到了1%，因此中国储蓄现在主要来自国内储蓄的增长。从现有情况看，储蓄增长率与收入增长率保持正相关关系。随着经济增长减速，收入增长也将减缓，进而导致储蓄增长减缓。同时，居民、企业、政府负债增长加速，按国家金融实验室公布的2020年资产负债表，2020年第一季度居民负债占GDP的比重为57.7%，企业负债占GDP的比重为161.1%，政府负债占GDP的比重为40.5%。[15]净储蓄水平在持续下降，资本形成增长逐步减速。

6.中国汇率重估带来的**GDP**高速增长到**2016**年人民币加入**SDR**（特别提款权）后结束

1994年，中国实现汇率并轨，从1美元兑5.8元贬值为8.7元，中国从此开创了持续出口盈余的历史。随着中国贸易占全球份额的提高，汇率调整带来的出口效应得到第一次修正。2005年人民币持续小幅升值，持续到2015年，中国GDP按美元计算的超高速增长，包含了名义GDP的高速增长和汇率升值。汇率升值导致的大量国际资金涌入中国，以及持续贸易盈余导致的基础货币投放增多，使得货币供给大幅度增加。每年物价上涨将中国名义GDP增长率推高为两位数，加上每年汇率升值约3%，使得中国以美元计价的GDP年均增长率超过两位数，与美国GDP接近。可以说，汇率升值带来了中国的超高速赶超和巨大的财富效应。2015年8月11日，中国再次推行汇率改革，汇率按市场原则定价；2016年10月，人民币加入国际货币基金组织的SDR体系；2017年后人民币双向波动；直到2020年稳定在7上下，形成比较均衡的汇率体系。但基于汇率升值带来的超高速经济增长已经结束。汇率定价透明化后，中国资源（要素）价格也逐步与国际定价接轨，隐性的资源（要素）重估结束。

此外，中国2015年加入《巴黎协定》，强调了中国减排的国际责任，自然环境约束成为新的成本。

上述基本事实预示着阶段性发展逐步走向极限，转折已经不可避免。2019年，中国人均GDP超过1万美元，未来15年将跨越中等收入阶段，跻身高收入国家行列，增长速度将向发达国家收敛，规模收益将逐步走向递减。

需要指出的是，增长路径转变是不以人的意志为转移的，它有其内在的逻辑，符合现代化发展的三大规律。

第一，符合人类需求定律。经济学中的恩格尔定律、心理学的马斯洛需求层次理论等大量事实与理论都已经证明了需求定律，即随着人们收入的不断提高，人们物质消费占比不断下降，精神需求不断上升，与之匹配的就是服务业占GDP比重持续上升。[16]

第二，符合广义人力资本消费和创新效率补偿的规律。精神需求的提高，必须有广义人力资本消费的提高，从而提升人的创新能力，形成创新效率补偿，否则该循环就不能持续。[17]

第三，符合人的全面发展规律。人们的收入与福利水平超过小康阈值后，经济体逐步进入均衡增长阶段，人们面临的经济约束逐步减弱，人的全面发展成为现代化的中心议题，大量的非经济因素成为现代化体

系构建的新基础。

（二）转型方向、路径依赖与模式变革

2020—2035年，中国将从小康社会步入现代化国家，这是跨越中等收入进入高收入国家行列的最重要阶段。首先，经济规模收益递增消失，经济增长放缓，单一的GDP增长目标的激励作用减弱，增长路径需要转变；其次，与原有高速增长相伴的增长模式需要转变，即增长模式中的宏观激励导向需要转变，只有重新确立激励目标及相关结构（市场结构、产权结构、生产结构、利益格局等）和动力机制（正反馈机制）的转变，才能改变路径锁定状态。

中国从经济赶超模式转变为高质量发展模式，从单一物质增长转向以“人的全面发展”为基准，创新、协调、绿色、开放、共享和经济、政治、文化、社会、生态“五位一体”的协同发展，成为一个全新的激励目标。在未来的基本经济增长模型中，一方面，要融入更多具有规模收益递增的新要素，将创意、人力资本、知识与数据等变量加入创新变量组中；另一方面，要在基本增长模型中加入非经济要素，比如绿色作为可持续变量加入，共享作为包容性变量加入。而在经济因素外，政治、文化、社会、法律等制度性治理变量，同样是重要的新变量，也要纳入增长模型体系中。高质量增长模型的要素组合要远远多于传统的增长模型，而被解释变量也不仅仅是GDP，而是包含了基于“人的全面发展”的多维社会福利目标函数。

增长路径的转变和模式变革的根本是打破路径依赖。由于增长的“规模收益递增”接近尾声，可用的正向经济绩效激励或可分享的利益越来越少，既得利益者会展开存量博弈，强化增长的路径依赖，固化既有增长模式下的利益格局。博弈的第一种方式是透支未来，增加负债，试图延续“规模收益递增”；第二种方式是保证既得利益者的利益，强占弱势群体的分配份额，加大分配不公和收入差距；第三种方式是通过更多的干预、管制等损害市场机制，设租寻租，大幅度增加交易成本，降低制度效率。

为了打破路径依赖和利益格局固化，在微观层面要围绕着降低交易成本，不断吸收具有规模收益递增性的新要素，积极推动和深化市场配置资源改革，加强产权保护。在宏观层面，要尽快构建宏观资源配置体制的改革，以矫正政府干预资源的行为，积极改变增长路径的导向、激

励目标和增加社会等非经济因素的参与，从而消除路径依赖对新增长资源的消耗，为转型创造有利的宏观导向。

三、改革宏观资源配置体制和政府治理机制

路径转变需构造新的目标、激励和资源分配机制，将社会等非经济因素纳入发展模式，推动建立非经济因素的正反馈机制。从中国当前的发展阶段看，积极深化和推进基于产权保护的法律制度体系，降低交易成本，提高市场配置资源的效率，激活新的生产要素，使其融入创新增长体系，是社会主义市场经济制度的完善过程，而宏观资源配置体制的转型是现阶段转型的核心任务。中国经济已经迈入新发展阶段，宏观资源配置体制和国家治理的经济基础发生了根本变化。1993年以来，工业化的宏观调控和政府治理体系经过了27年的实践，需要基于新发展模式进行重新设定和积极调整，新发展模式的最突出特征就是“人的全面发展”。这要求政府的宏观资源配置从促进生产转向提供公共服务，从GDP单一经济绩效指标转向包含“人的全面发展”的社会福利目标。为此，需要改革宏观资源配置体系，包括财税体制、金融体制、政府治理体制和相关激励导向，推动社会参与共同构建社会、意识形态、法律等非经济因素作为支持转型的正反馈因素。宏观资源配置体系的改革有利于厘清政府、国企的边界，硬化地方政府的约束，明确政府以公共服务为本的激励目标，并通过政府体制的转型，积极推动国企转型。

宏观资源配置体系改革的当务之急就是：一方面，要提高国家防范系统性风险的能力，建立有助于推动经济转型的新宏观资源配置体系，保障中国经济跨入高收入和高质量的平稳发展阶段；另一方面，基于国家现代化目标完善国家治理体系，将文化、政治、法律、社会等积极的转型因素平稳地与经济转型协调一致，通过非经济因素的正反馈推动经济体系进入创新、均衡的增长路径。从全球增长的一般规律看，只要名义GDP增长保持高于发达国家的均值增长（3%），保持汇率稳定，中国与发达国家人均GDP就会不断收敛，成功跨进高收入国家的行列。总而言之，保持“稳中求进”，在宏观稳定的同时，进行适应发展阶段的体制改革，激励国家向高质量现代化国家转型。

（一）宏观资源配置体制改革的着力点

宏观资源配置体制的转变与发展阶段相关联。国际货币基金组织为中国宏观管理框架改革列出了11项阶段性评估：（1）从外部需求转向国内需求；（2）从投资转向消费；（3）从工业转向服务业；（4）在资源分配上，从国家导向转向市场和私人部门推动；（5）从过高的企业债务转向可持续的杠杆水平；（6）从财政债务上升（特别是地方政府债务）转向可持续的财政；（7）从金融部门自由化转向改善治理；（8）从增加要素投入转向提高生产率和鼓励创新；（9）从不平等的增长转向更包容的增长；（10）从高污染转向绿色增长，可持续利用能源；（11）从旧式的、间歇性的政府公告，转向及时、清晰易懂的沟通。[18]这些评估指出了宏观资源配置体制改革的方向。

中国政府始终保持非常清醒的头脑，从2012年以来提出的新常态、供给侧结构性改革，2015年签署《巴黎协定》，推动经济向高质量发展转型，制定两步走的现代化目标，重新确立新的发展阶段的社会主要矛盾，制定了国家治理现代化体系建设，把中国经济发展与转型的目标和步骤清清楚楚地摆放在全国及全世界人民眼前。中国发展路径的方向和目标是明确的。方向明确后，需要改变政府治理形态和与之相关的宏观经济资源配置与激励机制，才能推动资源配置向正确的方向转型。

（二）政府治理和公共财政体系改革

与政府治理密切相关的就是财政体系。中国已经通过了“税收法定原则”，在国家治理层面迈出了坚实的步伐。随着城市化进程的推进，纳税规模的覆盖面越来越广，特别是在户籍改革后，城市居民转化为城市纳税公民，公民成为社会经济发展的主体，取之于民、用之于民的公共财政收支体系被纳入人大立法体系中，公民通过参与政府公共财政收支体系的决策与监督过程，逐步形成现代政府治理与公共财政体系。政府软预算约束、公共服务与纳税不匹配、公共决策与监督机制缺失等问题，都需要政府对财政体系进行调整与改革。

调整政府治理最好就是从财政入手：一方面，改革基于工业化建构的财政体系；另一方面，通过立法建立规范的政府治理体系，将公民纳入国家治理过程，通过立法、公共决策与监督参与等方式完善政府治理，建立起基于以人民为中心的现代治理体系架构。从财政改革看，首先要重新建立财力和事权相匹配的财政税收体系。这种重新匹配，不仅仅表现在财政收入和公共支出的数字匹配上，更应该体现在城市居民享受服务与纳税责任，以及中央与地方事权、财权的匹配上，否则会导致

财税体制缺少可持续发展的韧性和合理性。

公共财政制度改革方向应概括为以下几点：

（1）从流转税为主导的税收体制，转向以直接税和间接税为双支柱的混合型体制，从单一针对企业法人征税转向对自然人和法人共同征税，逐步形成纳税责任与享受公共福利相匹配的格局。

（2）增加地方消费增值税，并将其作为地方的主税种。要从流转税征收环节入手，从生产环节和消费环节征收增值税，即从生产环节继续向企业征税，税率应该继续下降到9%，降低企业的增值税负担，提升企业竞争力。同时，从消费环节开征价外消费型增值税，税率从1%起逐步提高，征收的税收归地方，减轻地方对土地财政的过度依赖，同时通过提高对人的服务质量，聚集人流消费，从中获得税收收入。

（3）强化政府预算和负债硬约束。这需要立法层面和政府监督层面的改革。当然这一改革也需要做债务的技术型处理，因为大量地方债务是为弥补地方财政缺口累积而成的，属于中央与地方收支不匹配的产物，需要矫正。

（4）中央与地方的事权和财力匹配。按服务范围与效率等原则进行中央与地方事权的合理划分，在城市化发展的今天已经无法回避了。中央与地方事权匹配磨合多年已经有很多技术性讨论，但事权改革一直没有落实，“上面请客，下面买单”，买单的钱要靠地方政府负债和卖地来筹集，这是不合理的。中央和地方关系是财税改革的重点，这方面有中国历史上积累的经验，也有大量国际经验可依循，因此是决心问题，而非技术难度问题。[19]

（5）包容性和绿色发展，以及未来社保基金的可持续性，都在挑战当前财政体系的收支状况和运转效率，在构建新的财政体系时，需要将其纳入并予以考量。[20]

（三）货币供给体系改革

宏观资源配置体制最重要的一个方面就是一国的货币供给方式。一国经济如果走内需激励，则货币发行多与国家信用挂钩，以国债为资产作为货币供给的基础；如果走外需激励，多以外汇资产作为货币供给的基础，这样可以稳定汇率，有利于出口。中国1994年开始汇率改革，逐步走向了基于出口导向的工业化，货币供给从主权信用转向了基于外汇

资产的货币发行，稳定了汇率，促进了出口。

2013年外汇占款达到顶点后，随着2015年汇率改革，外汇占款显著下降，导致央行缩表。2016年，央行依靠“其他金融机构借款项目”——以其他金融机构的国债等抵押物发行的各类短期、中期借贷便利等，大幅度创造资产，新的资产带来的货币创造占比已经逐步弥补了外汇占款下降带来的缺口。通过不断降准提高货币乘数，以扩张M2（广义货币供应量）的供给。以外汇占款做抵押的货币发行模式是明显的小国模型，类似于货币局制度，可稳定钉住汇率，有利于出口导向，并推动出口—货币供给的良性循环，形成以出口导向为基础的货币供给体系。但是，中国现阶段的出口导向型工业化已逐步结束，汇率按市场定价，货币发行的基础也发生了变化。当前以银行债券做抵押进行再贷款的方式属于过渡模式，应逐步转向以公债为资产的大国信用模型体系，国债作为新的资产来源将逐步进入金融市场。国债收益率作为利率市场化和货币政策指引才是未来大国选择的方向。因此，向基于国债的货币供给体系转型时不我待。这种转型一方面可为中国长期发展筹资；另一方面也可改变依赖外汇占款的货币发行格局，有利于加快利率市场化，推进以国债利率为基准替代基于中期借贷便利（MLF）利率为基准的贷款市场报价利率（LPR）的改革。中国没有快速转向大国货币发行的原因有很多，一个根本原因就是政府软预算约束，财政收支体系存在很多不规范现象。政府治理现代化是货币供给体系转向大国模式的前提。[21]

（四）政府资源配置体系改革

中国赶超成功的重要经验之一就是政府干预资源配置，即“有为政府”，通过产业政策、土地政策、税收优惠政策、选择性金融政策推动招商引资和工业化。中央和地方政府的税收都与工业化高度相关，相关部委也与地方政府相配合，形成了一组激励相容的中央、地方大力发展工业化的纵向资源配置体系，取得了突出的赶超效率。但工业化见顶后，产能过剩、过度污染和负债等问题逐渐暴露。供给侧结构性改革，就是针对这些方面的改革举措之一。

政府资源配置体系改革的一个重要方面是，从直接干预资源配置的产业政策转向激励竞争和创新的“创造环境”式的产业政策。在发达国家，产业政策是功能性干预工具，旨在创造有利于产业发展和创新创造的环境，因此发达国家产业政策往往致力于对小企业的扶持，多集中于改善环境、降低风险等方面，而不是直接采用补贴的方式。增长路径转

变后，创新和就业都需要中小企业的大发展，产业政策重点也从干预产业发展转到主体功能区规划，为小企业发展创造条件，在改善基础设施、金融设施、社会公共服务设施等领域加大投入。

政府资源配置体系与政府行政管理体制密切相关，因此也要加快推进行政管理体制改革，转变政府职能。一方面，要从立法层面推动放松行政化管制，特别是以事业单位体制改革为突破口，降低科教文卫体的行政管制，让市场配置资源满足大众的需求，促进服务的升级，满足以人为本、全面发展的需求；另一方面，要提高监管水平，不断提升营商环境质量，迎接规则层面的治理参与，并与国际规则对接，探索中国屹立于世界的相互融合之道。[22]

（五）构建社会等非经济因素的正反馈机制

鉴于现阶段的宏观资源配置仍然囿于传统工业化的资源配置机制，不可避免地导致混乱状况的出现，这有悖于增长路径转变的阶段性要求。从经济阶段转换的要求看，必须着眼于建设新的宏观资源配置体系：第一，发展目标已经从以物质生产为中心转向以人民为中心，因此，生产供给导向的宏观管理体系要转向消费导向的宏观管理体系。在这一转向的背景下，提高居民收入份额和人力资本回报率，强化消费跨期效率补偿，成为宏观资源配置目标的一个重要方面。第二，发展机制已经从低成本—规模扩张的单一效率标准转向基于多样性—风险分散的经济韧性标准，从而形成效率—韧性较为均衡的宏观资源配置体制。第三，激励方式已经从工业化的产业干预转向竞争政策，特别是将服务部门从管制和低效率中释放出来，以部分市场供给的方式促进服务业升级，强化创新的市场激励。第四，发展战略逐渐从出口导向调整为“大国模型”，以内需为主，提升国际分工价值链的地位，增厚出口附加价值。

为了推动增长路径转型，宏观资源配置需要适应性转变，归根结底要坚持两条：第一，要逐步推动政府治理现代化，构建基于城市化发展的资源配置体制，财政、金融、产业政策两套体制并轨，完成协调、监管、配置、激励信号的一致性，实现主体目标的一致性，从根本上转变到服务以人为中心的内需发展；第二，重构国家发展目标，从单一的GDP绩效标准转向以人为中心的新的国家福利目标，其中除了包容性、可持续的经济效率目标，还要将政治、文化、社会、绿色等非经济因素纳入国家福利目标体系。

经济、政治、文化、社会、绿色“五位一体”的新国家福利目标的实现，需要一组非经济类因素参与转型过程，构造正反馈机制，推动经济增长向高质量发展模式转型。国内涉及这方面的研究已经有很多，例如刘世锦等在《陷阱还是高墙？》中提出：“以促进社会成员最大范围、最深程度、更高质量参与工业化、现代化进程为目标，着力推进相关领域改革取得突破；其要点可概括为：扩大参与机会，提升参与能力，完善鼓励创业、创新的制度和政策，创造稳定的参与预期的法治环境。”[23]“高质量发展是一个总括性理念，经济高质量是社会高质量和治理高质量的输出”，“城市化的本质是福利社会”，其转型的核心是要发展出“知识中产阶级”。知识中产阶级的一个重要角色就是参与转型，形成“正反馈”的群体理论。[24]高质量转型需要社会成员的广泛参与，并从中获益，构造这种正反馈机制才能有效地推动目标、路径方向和机制的成功转型。

---

[1] 本文作者张平系中国社会科学院经济研究所研究员。

[2] 这些价值均以当期价格计。

[3] 张平，刘霞辉。中国经济增长前沿[M].北京：社会科学文献出版社，2007.

[4] 张平，刘霞辉，王宏淼。中国经济增长前沿II[M].北京：中国社会科学出版社，2011；中国经济增长前沿课题组。中国经济长期增长路径、效率与潜在增长水平[J].经济研究，2012（11）.

[5] 乔洪武，等。西方经济伦理思想研究（全三卷）[M].北京：商务印书馆，2017:10.

[6] 阿马蒂亚·森。伦理学与经济学[M].王宇，等，译。北京：商务印书馆，2000:10-11.

[7] W.W.罗斯托。经济增长理论史：从大卫·休谟至今[M]. 陈春良，等，译。杭州：浙江大学出版社，2016.

[8] 张平。中等收入陷阱的经验特征、理论解释和政策选择[J].国际经济评论，2015（6）.

[9] “涌现”一词来自系统科学，意指系统中的个体遵循简单的规则，通过局部的相互作用构成一个整体的时候，会产生一种难以预测的复杂现象。涌现并不破坏单个个体的规则，但是用个体的规则无法加以解释。简而言之，涌现表明了“系统整体大于部分之和”。

[10] 赫尔曼·E.戴利. 超越增长：可持续发展的经济学[M]. 诸大建，等，译. 上海：上海译文出版社，2001.

[11] IMF.World Economic Outlook.www.imf.org. Apr,2020.

[12] 刘霞辉。论中国经济的长期增长[J].经济研究，2003（5）.

[13] 陈昌兵，张平。加快我国现代化建设，实现第二个百年奋斗目标[M].北京：中国社会科学出版社，2018.

[14] 袁富华。长期增长过程的“结构性加速”与“结构性减速”：一种解释[J].经济研究，2012（3）；中国经济增长前沿课题组。中国经济转型的结构性特征、风险与效率提升路径[J].经济研究，2013（10）.

[15] 张晓晶，刘磊。宏观杠杆率——NIFD季报[J/OL]. www.nifd.cn. 2020-04.

[16] 中国经济增长前沿课题组。突破经济增长减速的新要素供给理论、体制与政策选择[J].经济研究，2015（11）.

[17] 袁富华，张平，刘霞辉，楠玉. 增长跨越：经济结构服务化、知识过程和效率模式重塑[J].经济研究，2016（10）.

[18] 林卫基，等。中国该如何深化改革：IMF的国际视角[M].北京：中信出版社，2018.

[19] 魏加宁。如何实现国家治理现代化：对改革基本问题的思考[M].北京：中国发展出版社，2017.

[20] 付敏杰，张平，袁富华。工业化和城市化进程中的财税体制演进：事实、逻辑和政策选择[J].经济研究，2017（12）.

[21] 张平。货币供给机制变化与经济稳定化政策的选择[J].经济学动态，2017（7）.

[22] 张平，张自然，袁富华。高质量增长与增强经济韧性的国际比较和体制安排[J].社会科学战线，2019（8）.

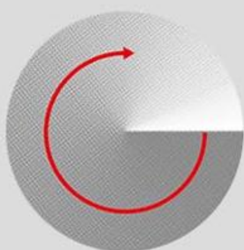
[23] 刘世锦，等。陷阱还是高墙？[M].北京：中信出版社，2011：31-32.

[24] 高培勇，等。高质量发展的动力、机制与治理[J].经济研究，2020（4）.

第二篇

新发展格局

提升经济发展水平的战略抉择



“十四五”时期中国经济新增长潜能

刘世锦 王子豪等[1]

改革开放至今，中国经济经历了长时间的快速增长，取得了举世瞩目的成就。在刚刚过去的2019年，中国人均发展水平已突破一万美元，GDP接近100万亿元人民币。但与高收入经济体相比，从人均上看，中国的发展并不充分，经济增长的质量和效益存在较大差距。如何成功跨越中等收入陷阱，进入高收入社会，已成为当下迫切需要研究的议题。十九大报告提出，我国到2035年基本实现社会主义现代化的目标，并指出“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。在未来追赶高收入经济体的进程中，如何准确把握人民对美好生活的需要，实现更为平衡和充分的发展，意义重大而深远。本文立足于终端需求视角，利用发达经济体终端需求结构可比性和趋同性强的特点，分析高收入经济体终端需求标准结构演变路径，通过国际和历史比较，展望我国全国层面和省级层面终端需求结构未来的变化方向，并基于投入产出模型量化分析终端需求分项变化对分行业总产出的拉动作用，进而从需求侧和生产侧共同探究未来经济新的增长潜能。

一、终端需求分析框架的特点及优势

根据对经济循环过程的理解，本文从终端需求（Gross Final Products，以下简称GFP）视角出发，通过不同经济体相似发展阶段的比较研究，分析中国经济未来新的增长点。GFP概念是在对现有统计体系中的支出法GDP进行重新划分的基础上形成的，其含义严格界定为“GDP当中不再直接进入下一个生产过程的产品”（刘世锦，2015）。按此定义，GFP具体包括居民消费、政府消费和非生产性投资（或消费性投资）。其中，非生产性投资是指房地产投资、基础设施投资和服务业投资中与民生直接相关的部分。与GDP分析框架相比，GFP分析框架在中长期增长研究方面具有以下三个方面的明显优势。

第一，GFP是发展的最终目的，与消费者更具“亲近性”。从支出法角度看，GDP由最终消费、资本形成和净出口组成，用以度量一定时期内全社会的新增价值。如果把视野放宽就会发现，真正与消费者直接发生关系的、被“消费”的，只是GDP当中的部分产品，即GFP对应的部分。另一部分产品，如机器设备、厂房等，则重新返回下一个生产过程，属于生产性投资，只是发展的手段。此外，目前的统计口径把住宅、基础设施列为投资，与其固有的消费属性形成矛盾，也与人们的日常经验相悖。因此，从统计角度看，GFP涵盖居民消费、政府消费和非生产性投资，测度的是一国政府和居民在衣食住行、文娱教卫等方面的支出。通俗地说，GFP体现了经过复杂的经济活动后“最终留下的那些东西”。

第二，GFP是经济增长的出发点和最初驱动力，能够更好地判断一个经济体的增长规模、质量和效率。在整个国民经济循环流程中，GFP具有源头性质。GFP各个组成部分的变动，将会带动长短不一的投入产出链条的变动。反过来看，每一类中间产品的直接消耗和完全消耗也都最终追溯到某一种终端需求。也正是GFP驱动着庞大的投入产出网络，演绎出日趋复杂的经济社会发展结构。一个经济体的增长实绩，集中表现在终端需求的规模、质量和增长速度上。把握住GFP，就从源头上把握住了经济增长的可能路径。

第三，GFP与不同经济体的资源禀赋、竞争优势、国际分工格局等因素关系不大，而与人们的需求偏好和收入水平的关系更直接，因此，在人均收入水平相近的经济体之间，GFP结构具有更好的可比性。一个经济体呈现什么样的生产结构，很大程度上取决于该经济体的比较优势、资源禀赋。特别是在全球化水平达到空前高度的情况下，几乎所有经济体都或多或少地融入全球分工体系，产业结构差异较大。从生产侧分析增长潜力、结构和路径，通常只能寻找一组产业体系、发展路径类似的样本进行比较，分析范围相对狭窄。而GFP能够直接反映不同经济体之间终端需求结构及其演进的相似性，以及终端需求结构随着收入水平提升所呈现的显著趋同性，这一点是人们以往缺少关注的。其隐含的逻辑是，尽管不同经济体的居民在历史、地理、种族、文化乃至制度上差异很大，但随着收入水平的提升，在追求实现美好生活需要上，却表现出相当高的一致性。因此，从GFP角度出发，能够更为全面准确地衡量一个经济体的实际发展水平和结构的合理性。

二、高收入经济体终端需求结构的历史演变

（一）高收入经济体的GFP结构特征

为了更好地揭示GFP结构演变的特点，总结提炼不同经济体向高收入行列迈进时GFP结构的特点和典型事实，课题组选择了一些成功迈入高收入行列的经济体进行对比分析。在剔除由各经济体自身制度、文化等因素带来的异常值后，课题组通过总结各经济体相似发展阶段的GFP结构特征，构建了由较低收入经济体向高收入经济体历史演进过程的GFP标准结构，并在此基础上探讨中国经济未来的新增长点。

根据宾夕法尼亚大学世界表9.1（Penn World Table 9.1）最新公布的数据和课题组推算，2019年我国以购买力平价衡量的人均GDP在14600美元左右。[2]课题组预测，2022年、2025年、2030年、2035年我国人均GDP将分别达到17000美元、20000美元、26000美元和32000美元左右，其终端需求的结构性变化反映的正是我国短、中、长期的发展趋势。GFP分项的变化重点揭示的是一个相对增长概念，因为分项占比的上升实际上体现的是这一分项的增长速度要快于整体的增长速度，也就是说，这一分项对经济增长的贡献率在提升，也可以看作新的增长点。因此，短、中、长期GFP结构的变化趋势反映的是不同时期的结构变化方向和新的增长点，所以需要相应的政策环境来引导和释放这些新的需求，同时避免造成对应有需求的抑制和结构扭曲。

由于数据可得性的限制，本文最终采用了29个样本高收入经济体（如表1所示）。表2展示了主要样本经济体处于相似人均GDP发展水平时所对应的时间节点。这些高收入经济体的成功经验，从不同角度对我国经济结构转型、实现高质量发展、跨越中等收入陷阱具有重要借鉴意义。

表1 样本高收入经济体名录（29个）

爱尔兰	丹麦	加拿大	葡萄牙	希腊
爱沙尼亚	德国	捷克	日本	新西兰
奥地利	法国	拉脱维亚	瑞典	匈牙利
澳大利亚	芬兰	立陶宛	斯洛伐克	意大利
比利时	韩国	马耳他	斯洛文尼亚	英国
波兰	荷兰	美国	西班牙	

表2 主要样本经济体发展阶段对照

国家	人均GDP达14600美元左右的年份	人均GDP达17000美元左右的年份	人均GDP达20000美元左右的年份	人均GDP达26000美元左右的年份	人均GDP达32000美元左右的年份
中国	2019	2022	2025	2030	2035
美国	1950	1959	1964	1973	1985
丹麦	1964	1969	1978	1994	1999
日本	1973	1978	1986	1990	1995
韩国	1992	1994	1995	2004	2011
英国	1968	1977	1983	1996	2001
德国	1971	1976	1986	1991	1999
法国	1968	1972	1977	1996	2004
澳大利亚	1959	1967	1972	1988	1997

资料来源：宾夕法尼亚大学世界表9.1，课题组测算。

（二）终端需求的数据来源和结构说明

本文数据来源主要包括以下两个部分：

一是投入产出表。美国、丹麦、日本、韩国四国使用的是其官方统计机构[3]定期发布的投入产出表，其时间跨度长达20年以上；其他高收入经济体统一使用的是OECD投入产出数据库（OECD Input-Output Database）2015年公布的世界投入产出表，时间范围为1995—2011年；中国使用的是国家统计局公布的2007年、2012年、2015年及2017年投入产出表和“腾景数研”推算出的2019年投入产出数据。

二是分行业投资。各样本高收入经济体投资数据主要使用的是

OECD数据库公布的按经济活动统计的固定资本形成口径的投资数据，中国使用的是“腾景数研”构建的非生产性投资数据。

基于上述数据来源，课题组对数据口径和行业分类标准等进行统一处理，测算出用于构建GFP结构的分行业居民消费、政府消费和非生产性投资数据（见表3）。

表3 GFP结构的分行业居民消费、政府消费和非生产性投资数据

	居民消费	政府消费	非生产性投资
GFP分项	食品相关	公共管理	基建
	衣着相关	教育	房地产
	居住相关	卫生、健康和社会工作	个人服务业
	出行相关	其他	公共管理
	日用品		教育
	电子设备及信息通信		卫生、健康和社会工作
	批发零售		
	住宿餐饮		
	金融保险		
	卫生、健康和社会工作		
	教育		
	商业服务		
	文化体育娱乐及其他个人服务		

本文中涉及的GFP分项与具体行业对照标准如下：

一是GFP消费分项。GFP结构中各消费分项主要是在投入产出表中的细分行业基础上进行归类得到的。本文中绝大部分OECD经济体使用的是国际标准行业分类（ISIC Rev.3）的投入产出表；中国、美国、丹麦、日本、韩国五个国家使用的是各自官方统计机构公布的投入产出表；具体行业分类的详细程度略有不同，但大致可以归并为与OECD投入产出表行业分类一致的口径。具体消费分项与行业的对应关系见表4。

表4 GFP消费分项与行业对照表

OECD 投入产出表行业	对应的 ISIC Rev. 3 编码	对应的 GFP 分项（居民消费）	对应的 GFP 分项（政府消费）
农业、林业及渔业	1~5	食品相关	其他
食品、饮料制造和烟草业	15，16	食品相关	其他
纺织、皮革和相关产品制造业	17~19	衣着相关	其他
采矿和采石	10~14	居住相关	其他
木材、木材制品、草编制品等	20	居住相关	其他
其他非金属矿物制品制造业	26	居住相关	其他
基本金属制造业	27	居住相关	其他
电力设备的制造	31	居住相关	其他
未另分类的机械和设备的制造	29	居住相关	其他
家具、其他制造业机械设备修理	36，37	居住相关	其他
电力、天然气和水生产及供应业	40，41	居住相关	其他
建筑业	45	居住相关	其他
房地产活动	70	居住相关	其他
焦炭和精炼石油产品制造业	23	出行相关	其他
汽车、挂车和半挂车的制造	34	出行相关	其他
其他运输设备的制造	35	出行相关	其他
纸浆、纸和纸板的制造业	21，22	日用品	其他

OECD 投入产出表行业	对应的 ISIC Rev. 3 编码	对应的 GFP 分项（居民消费）	对应的 GFP 分项（政府消费）
化学品及化学制品制造业	24	日用品	其他
橡胶和塑料制品制造业	25	日用品	其他
金属制品制造业（机械设备除外）	28	日用品	其他
计算机、电子产品和光学产品的制造	30~33	电子设备及信息通信	其他
信息和通信	64	电子设备及信息通信	其他
批发和零售业，汽车和摩托车的修理	50~52	批发零售	其他
运输和存储	60~63	运输仓储	其他
食宿服务活动	55	住宿餐饮	其他
金融和保险活动	65~67	金融保险	其他
卫生、健康和社会工作	85	卫生、健康和社会工作	卫生、健康和社会工作
教育	80	教育	教育
机械和设备租赁	71	商业服务	其他
计算机及有关活动	72	商业服务	其他
研究与发展，其他商业活动	73，74	商业服务	其他
公共管理与国防，强制性社会保障	75	商业服务	公共管理
文娱、体育和其他服务	90~94	文化体育娱乐及其他个人服务	其他
雇用家政服务人员的私人家庭的活动	95	文化体育娱乐及其他个人服务	其他

二是非生产性投资分项。GFP结构中各投资分项是在OECD数据库公布的按经济活动统计的固定资本形成口径的投资数据基础上进行归类得到的，仅保留了属于非生产性投资的部分作为GFP分项。具体投资分项与行业的对应关系见表5。

表5 GFP非生产性投资分项与行业对照表

OECD 投资数据行业	对应的 ISIC Rev.4 编码	对应的 GFP 分项 （非生产性投资）
电、煤气和水的供应	40，41	基建
运输和储存	60~63	基建
信息和通信	64	基建
房地产	70	房地产
住宿餐饮	55	个人服务业
文化体育娱乐	92	个人服务业
其他服务活动	93	个人服务业
雇用家政服务人员的私人家庭的活动	95~97	个人服务业
域外组织和机构	99	个人服务业
公共管理与国防，强制性社会保障	75	公共管理
教育	80	教育
卫生与社会工作	85	卫生、健康和社会工作

本文涉及的不同消费层级的定义和划分标准如下：

最终消费按消费层级可分为生存型、享受型和发展型消费。其中，生存型消费是指为了满足人们衣、食、用等基本生存需要的消费，包括食品相关、衣着相关和日用品消费。享受型消费是指人们提高生活水平和质量、以享受需求为目的的消费，包括居住相关、出行相关、电子设备及信息通信、批发零售、住宿餐饮、金融保险、商业服务和文化体育娱乐及其他个人服务消费。发展型消费是指人们为了提升人力资本和健康水平而产生的消费，包括卫生、健康和社会工作消费以及教育消费。表6展示了GFP消费分项与消费层级的对应关系。

表6 GFP消费分项与消费层级对照表

消费类型	生存型消费	享受型消费	发展型消费
GFP 消费分项	• 食品相关 • 衣着相关 • 日用品	• 居住相关 • 出行相关 • 电子设备及信息通信 • 批发零售 • 住宿餐饮 • 金融保险 • 商业服务 • 文化体育娱乐及其他个人服务	• 卫生、健康和社会工作 • 教育

（三）高收入经济体终端需求结构横向比较

人均GDP达到14600美元，这也是中国2019年人均GDP所处的发展水平，可获得数据的样本经济体的数量较少，因为多数发达经济体达到14600美元的年代已经较为久远，数据缺失。从图1中可以看到，由于尚未达到成熟阶段，各经济体除了居民食品、衣着相关等基本生存型消费占比较为一致，居民享受型和发展型消费、各项政府消费以及各项非生产性投资之间差异明显。值得注意的是，在发展型消费中，教育与卫生、健康和社会工作的居民消费部分、政府消费部分存在一定的互补性，分别代表居民负担的部分和政府承担的部分，两者需要加总起来看整体趋势。

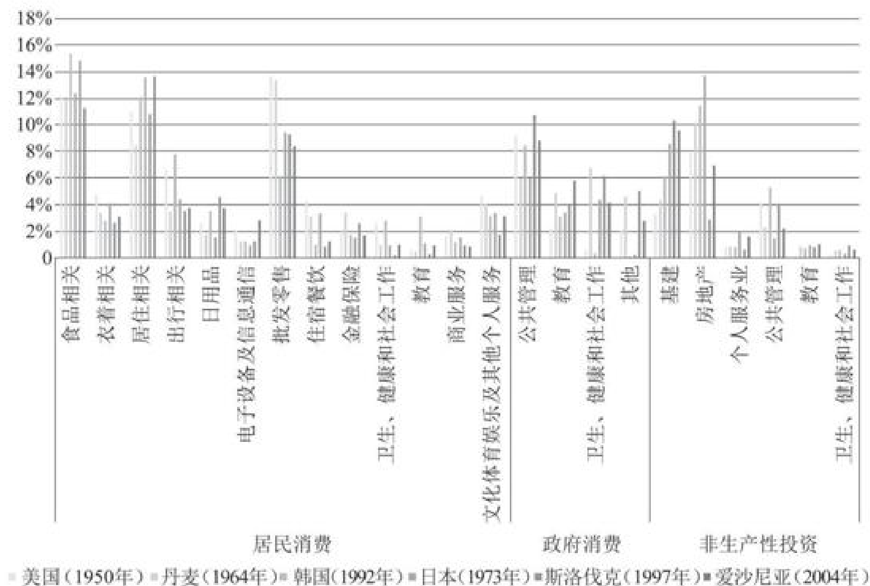


图1 人均GDP达14600美元左右对应的GFP结构比较

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

从图2和图3可以看出，随着发展水平的不断提升，各个经济体的GFP结构的规律性和趋同性开始显现。一方面，GFP分项占比的整体变化趋势较为一致；另一方面，各经济体GFP分项的差异也有所收敛。具体而言，各经济体居民食品相关、衣着相关等生存型消费占比显著下降；居民享受型消费占比显著上升；发展型消费占比整体上升，但是居民消费与政府消费之间的相对份额仍有很大差异性；政府消费中的一般性支出等其他部分占比有所下降；基建和房地产投资占比显著下降；其他几类非生产性投资部门占比略有上升。

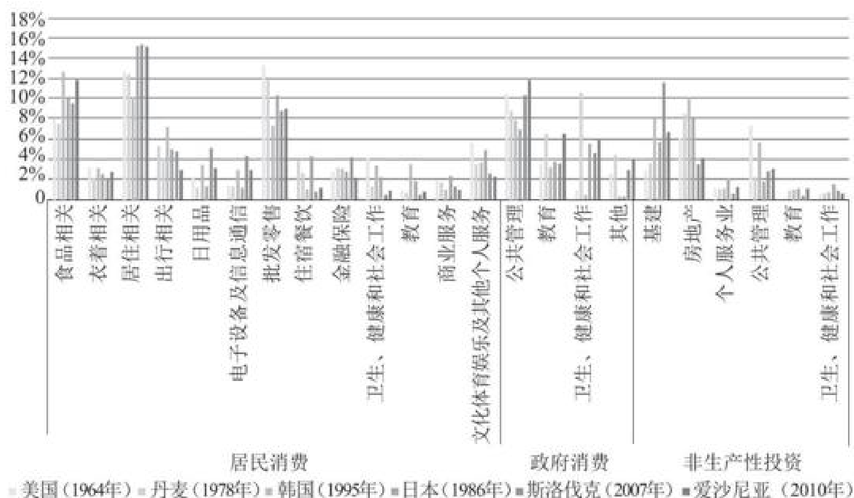


图2 人均GDP达20000美元左右对应的GFP结构比较

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

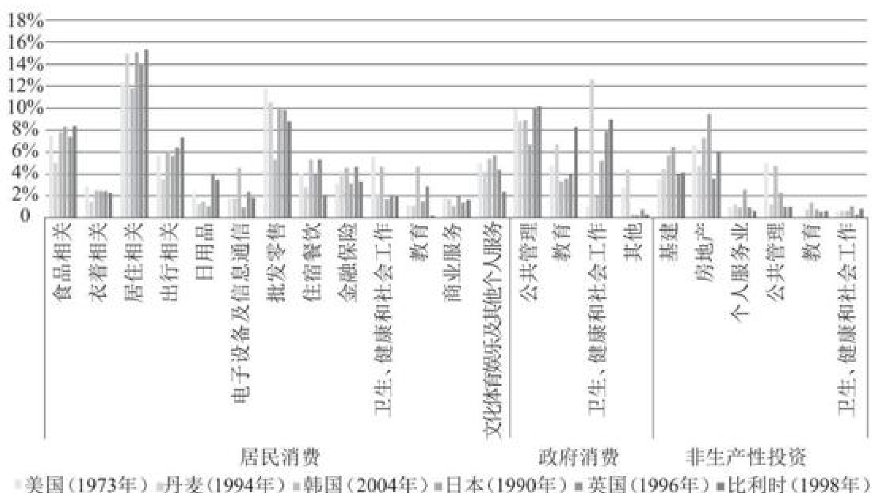


图3 人均GDP达26000美元左右对应的GFP结构比较

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

图4展示了各经济体人均GDP达到32000美元后的GFP结构对比，此时已处于成熟发展阶段，可获得的样本国家数据明显增多。可以看到，除了一些经济体由于当时所处时代的技术背景和自身制度文化所造成的特殊差异，GFP分项结构已基本趋同。

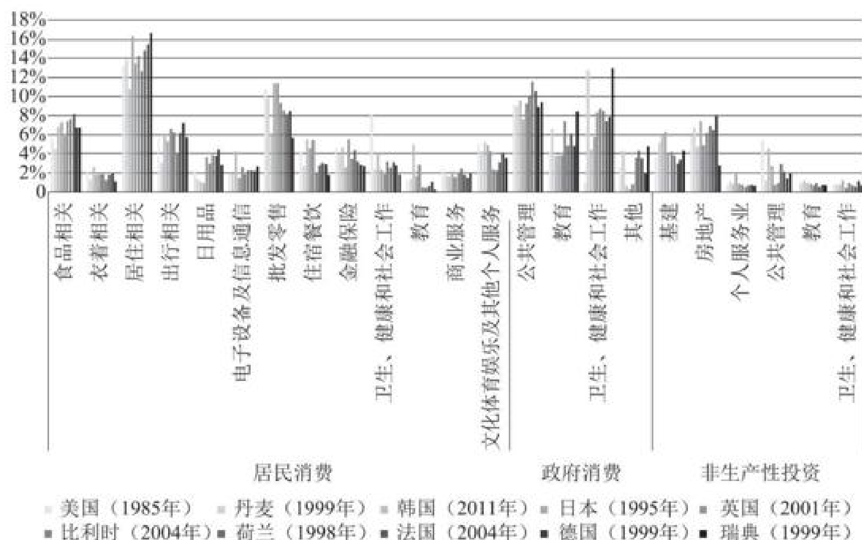


图4 人均GDP达32000美元左右对应的GFP结构比较

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

图4中几处主要差异的原因如下：电子设备及信息通信的居民消费分项中，韩国的占比明显过高的原因是韩国所处的时间是2011年，其他经济体都是在2000年前后，技术背景差异明显，而且韩国的电子产业非常发达；卫生、健康和社会工作的居民消费与政府消费部分，美国存在明显异常，这与美国医疗服务费用高昂，居民医疗费用主要由商业医疗保险承担有很大关系；丹麦和瑞典在卫生、健康和社会工作中政府消费过高的原因是，二者都是北欧高福利国家的典型代表，政府通过财政为公民提供医疗服务和资金支持；在教育的居民消费中，韩国的高占比与其“教育立国”的观念深入人心、韩国居民青睐以课外补习为主的私人教育有较大关系；在基建和房地产投资分项中，可以明显看到同属东亚后发成功追赶型经济体的韩国和日本占比要略高于其他经济体；美国的投资数据较为特殊，分为私人部门投资和政府部门投资，但是OECD数据库中分行业的投资数据难以对两者进行明显区分，从而导致分行业投资的数据可能存在一些异常，如教育投资占比显著偏低等。

（四）典型发达经济体终端需求结构演进路径

上述样本经济体的增长历程和制度文化特点，大致可以划分成三类：先发成熟经济体、欧洲模式发达经济体和后发成功追赶型经济体。

本部分选取一些有代表性的高收入经济体进行深入分析，以人均GDP为14600美元左右（与中国2019年相同水平）的发展阶段作为起点，一方面对比中国与其相同发展阶段的GFP结构差异，另一方面观察这些高收入经济体GFP结构的演变规律。

1.先发成熟经济体

美国是先发成熟经济体的代表，一直处于全球科技创新和经济增长的前沿。美国的相关数据可得性强，时间跨度大，涵盖了人均GDP从14600美元至54800美元左右的发展阶段（见图5）。

通过对比中美两国相似发展阶段可以发现：生存型消费中的食品相关和日用品占比基本一致，中国的衣着相关占比略低；中国的享受型消费普遍偏低，如居住相关、住宿餐饮、商业服务、文化体育娱乐及其他个人服务等，而电子设备及信息通信的占比偏高则与所处时代的技术背景差异有关；美国发展型消费中的卫生、健康和社会工作部分较为特殊，居民部分负担较重，这在前文中也有分析。从教育与卫生、健康和社会工作的居民消费、政府消费和非生产性投资部分可以看出，中国对这些领域的重视程度要高于美国同期；中国的基建投资、房地产投资占比显著偏高。

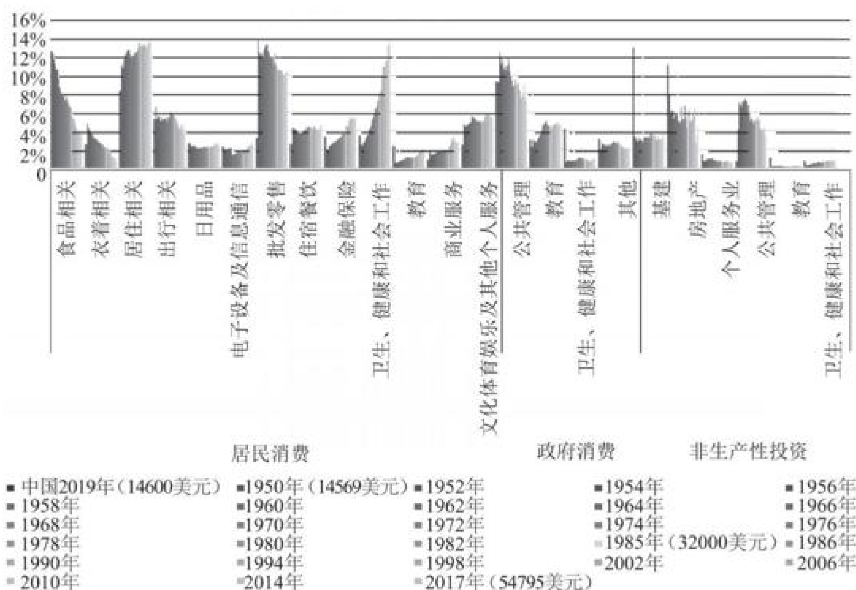


图5 美国GFP结构演进路径

资料来源：美国BEA数据库，OECD数据库，课题组测算。

随着人均GDP水平的不断提高，美国GFP结构的变化呈现以下特点：一是食品相关和衣着相关等生存型消费占比持续下降；二是享受型消费占比大部分上升，而出行相关占比的先升后降可能与人均GDP达到一定水平后汽车保有量相对饱和有关；三是尽管发展型消费中存在政府和居民之间不同分配的问题，但整体占比都呈现上升态势；四是政府的公共管理等一般性开支占比持续下降；五是在非生产性投资中，房地产投资占比逐步下降，基建投资占比基本稳定，公共管理和国防投资占比下降，卫生、健康和社会工作投资占比上升，其他部分占比相对稳定。此外，尤为明显的是中美两国批发零售的居民消费占比存在显著差异，这将在下文进行详细分析。

2.欧洲模式发达经济体

丹麦是欧洲模式发达经济体的代表，同时也是典型高福利经济体。丹麦的数据覆盖了人均GDP从14000美元到43500美元左右的发展阶段（见图6）。

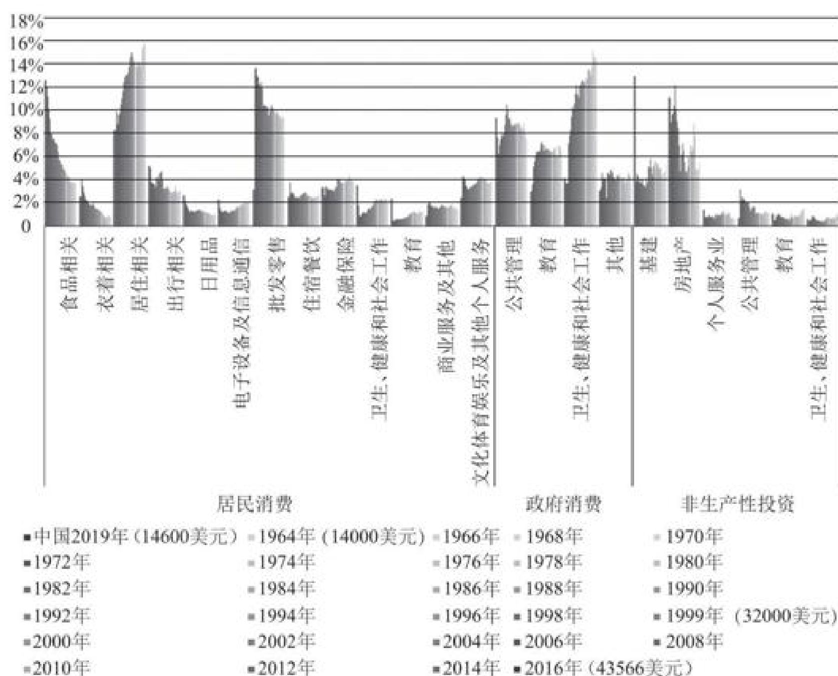


图**6** 丹麦**GFP**结构演进路径

资料来源：丹麦统计局，OECD数据库，课题组测算。

图6显示，丹麦在1964年左右达到与中国2019年相似的发展阶段。

通过对比发现，两国的生存型消费占比差异较小，其他部分差异较大。具体而言，中国的享受型消费占比普遍偏低；在发展型消费部分，中国总体偏低，丹麦高福利经济体的特征在这里尤为明显，体现在政府对于教育及卫生、健康和社会工作的高投入；中国的基建投资占比显著偏高，房地产投资占比也略高。

随着人均GDP水平的不断提高，丹麦GFP结构的变化呈现以下特点：一是食品和衣着相关等生存型消费占比下降；二是享受型消费中除居民出行相关和批发零售消费，占比大多呈现出明显的先升后稳态势，批发零售消费的占比同美国一样也在下降，而出行相关占比下降的原因与美国类似，可能与汽车保有量初步饱和有关；三是发展型消费中的居民消费部分同样呈现先升后稳态势，但是政府消费部分中教育的占比先大幅攀升后趋稳，而卫生、健康和社会工作占比持续上升；四是政府的公共管理等一般性开支占比先升后降；五是在非生产性投资中，房地产投资占比整体下降，但中间年份存在一定程度的回调，基建投资占比基本稳定，公共管理投资占比下降，其他部分占比相对稳定。

3.后发成功追赶型经济体

日本和韩国是典型的后发成功追赶型经济体，它们成功跨越中等收入陷阱，跻身高收入经济体行列，且与我国同属东亚文化圈，在文化和社会结构等方面具有一些相似特点。改革开放以来，我国经济经历长达30多年的高速增长。自2010年起，我国经济增速从年均10%左右的高速增长平台逐步下移至6%～7%的中高速增长平台，并围绕这一平台上下波动。日、韩两国同样也发生过相应的增长阶段转换（见图7、图8）。

如图7所示，日本在20世纪60年代初至70年代初实现了年均9%左右的高速增长。“第一次石油危机”爆发后，日本经济增速逐步下行至4%左右的中速增长平台，其转换期的中高速增长和稳定期中速增长共持续了约20年时间。在20世纪90年代初的房地产泡沫破裂后，日本经济增速再次下台阶，叠加人口老龄化等因素，其经济进入年均增长1%左右的成熟阶段。

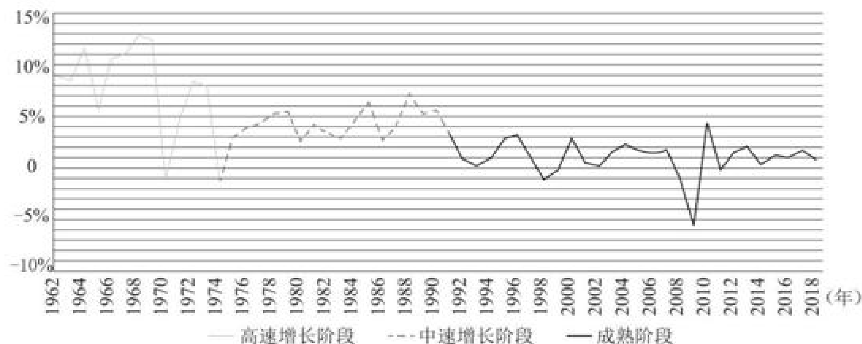


图7 日本GDP增速走势图

资料来源：世界银行数据库，课题组测算。

如图8所示，韩国在20世纪60年代至90年代中期实现了年均8%左右的高速增长。亚洲金融危机冲击过后，韩国的经济增速下移至5%的中速增长平台，并维持约10年时间。2008年受国际金融危机的冲击，韩国经济增速再次下一台阶，目前已进入年均增长3%左右的成熟阶段。

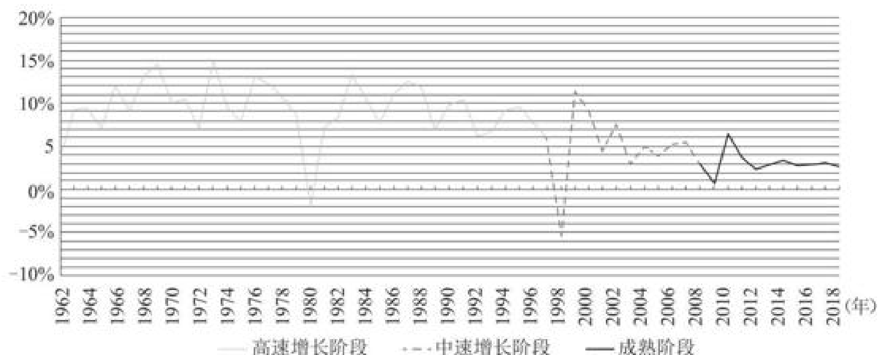


图8 韩国GDP增速走势图

资料来源：世界银行数据库，课题组测算。

日、韩两国经济都经历过两次增速换挡，它们在此过程中的GFP结构演化路径对我国具有较大的借鉴价值。

（**1**）从高速增长阶段向中速增长阶段的转换

图9和图10显示，日本在1973年、韩国在1992年达到与中国2019年相似的发展水平。对比相同发展阶段可以看到，三国的食品相关、衣着相关等生存型消费占比基本一致；中国的享受型消费占比普遍低于日、

韩两国，但与美国、丹麦不同的是，中国的居民金融保险消费占比要高于日、韩；把发展型消费中的居民部分和政府部分结合起来看，中国的教育与卫生、健康和社会工作部分占比高于日、韩，高出部分主要由居民负担；中国基建投资占比仍然高于日、韩，但与欧美经济体之间的差距有所缩小；而在房地产投资占比方面，中、日、韩三国的占比相近，与欧美经济体明显不同。

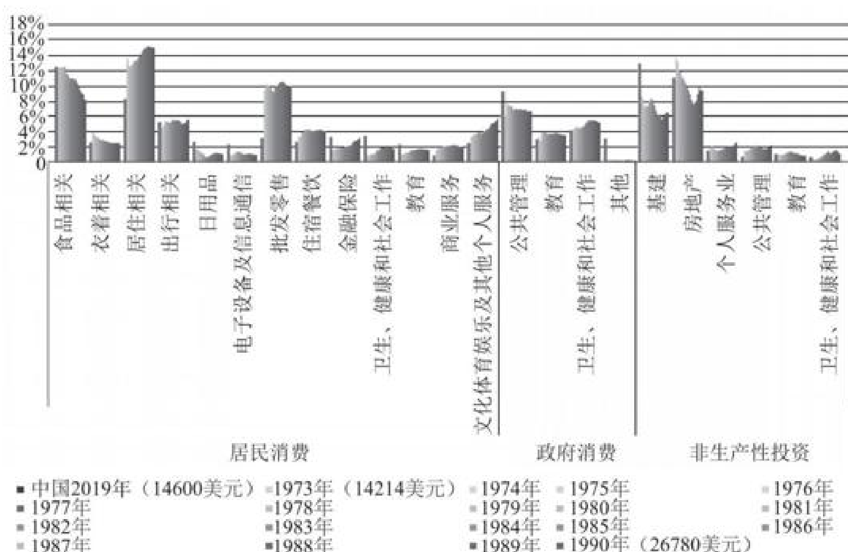


图9 日本经济由高速增长向中速增长转换时的GFP结构变化

资料来源：RIETI数据库，课题组测算。

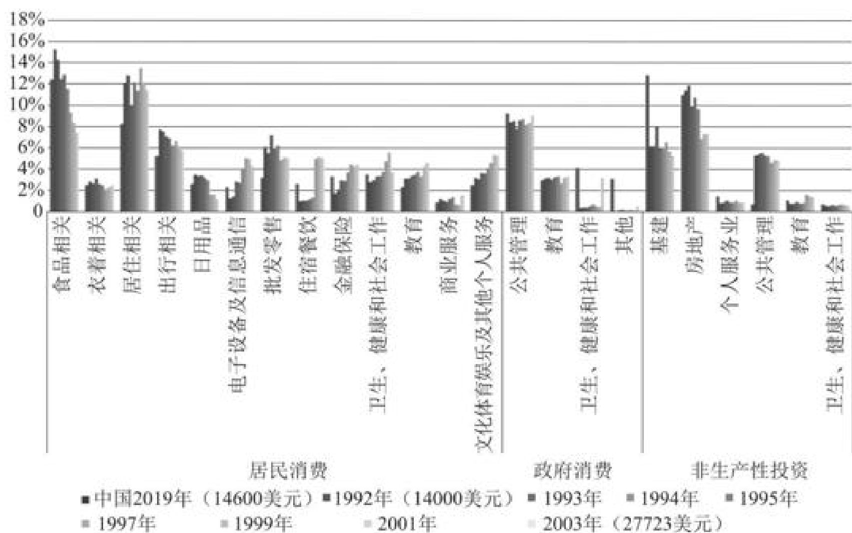


图10 韩国经济由高速增长向中速增长转换时的GFP结构变化

资料来源：韩国央行，OECD数据库，课题组测算。

比较日、韩两国从高速增长阶段到中速增长阶段末期的GFP结构的演变路径，呈现以下特点：一是在食品相关、衣着相关和日用品等生存型消费方面，两国占比均在下降；二是两国享受型消费中居住相关、住宿餐饮、商业服务、文化体育娱乐及其他个人服务占比整体呈现上升态势，但日本的居住相关、住宿餐饮、商业服务占比表现的是先升后稳，而韩国的居住相关和商业服务表现的是“波动上行”，两国金融保险占比持续上升；三是在出行相关的居民消费方面，日本的占比保持稳定，而韩国的占比同美国、丹麦一致，持续下降；四是在电子设备及信息通信居民消费方面，韩国的占比在20世纪90年代后迅速攀升，这是由于技术变革，而日本处在90年代之前，占比变化不明显；五是在发展型消费方面，教育及卫生、健康和社会工作占比整体上升，但日本的居民和政府部分的占比均呈现先升后稳态势，这可能与日本“人口老龄化、社会少子化”现象导致的学龄人口数量下降有关；六是在非生产性投资方面，两国的房地产和基建投资占比均整体下降，其他投资占比变化相对较小。

（2）从中速增长阶段向成熟阶段的转换

在维持10~20年的中速增长后，日本和韩国的经济增速再次放缓，由中速增长阶段转向成熟阶段。从图11和图12可以看出，日、韩两国从中速增长阶段末期到成熟阶段时期的GFP结构主要变化体现在：一是居民的生存型消费占比继续下降；二是居民的享受型消费有升有降，稳定

性有所提升；三是发展型消费占比继续上升，其中政府的倾斜力度持续加大；四是在基建和房地产投资方面却因国而异，日本的占比均继续下降，而韩国的基建投资占比先升后降，房地产投资占比先降后升。

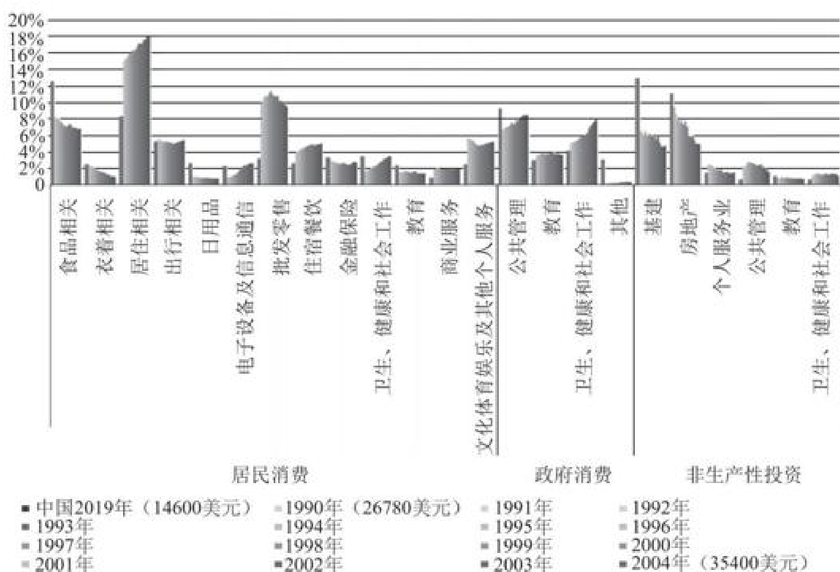


图11 日本经济由中速增长向成熟阶段转换时的GFP结构变化

资料来源：RIETI数据库，课题组测算。

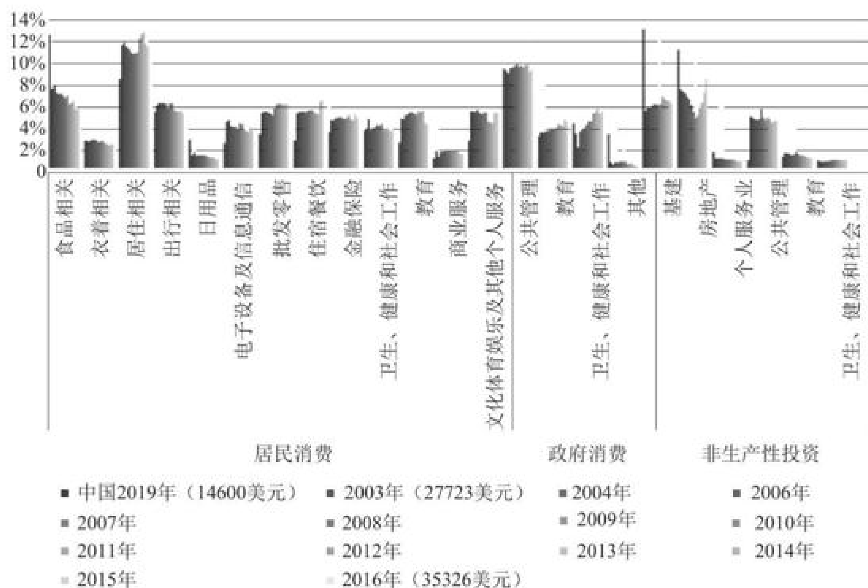


图12 韩国经济由中速增长向成熟阶段转换时的GFP结构变化

资料来源：韩国央行，OECD数据库，课题组测算。

三、中国终端需求标准结构的未来演进方向

前文已经展示了随着人均GDP的不断提高，不同经济体的GFP结构呈现较强的趋同性和一致性。课题组对样本高收入经济体在相似发展阶段时的GFP结构进行统一标准化处理，在剔除各国自身因素带来的GFP分项占比异常值后，构建了高收入经济体GFP标准结构演变路径。该标准结构可以更直观地展现我国GFP结构与高收入经济体间的差距和未来演进的方向。

课题组认为，造成不同高收入经济体在相似发展阶段GFP结构差异的原因主要有两个方面。一是口径差异。比如，不同经济体投入产出表编制时所采用的不同价格类型造成一定差异。价格类型包括生产者价格、购买者价格和基准价格等。还有不同经济体行业分类标准不同造成的差异，比如不同分类标准中大类行业中包含的内容不尽相同。此外，不同经济体所处的年代差异可能会造成一定误差，比如，较早年代的统计方法相对粗糙和简单。二是各个经济体自身制度、规模、地理位置、文化等方面的不同带来的差异。

统一标准化处理的手段主要分为定性分析主导和定量分析主导两类。定性分析主导方法的逻辑是，通过对比不同时间节点高收入经济体相似发展阶段的结构，可以发现终端需求结构具有一定的相似性，尤其是随着发展水平的提升趋同性变得更加明显。更为重要的是，不同高收入经济体的GFP分项随着发展水平的提升而呈现的变动趋势具有较强的一致性。基于上述逻辑，可以在每个时间节点上先寻找不同经济体GFP结构的共性，比如对于某一特定GFP分项，29个样本经济体中绝大多数的占比都处于一个非常相似的区间，那么我们认为此区间的平均值可以作为这个GFP分项的标准值。对于占比不同于这个区间或与这个区间差距较大的经济体，需要进行具体分析。首先需要通过此经济体前后时间序列对比分析判断其是否为异常值，然后分析出现偏差的原因，这样往往能够找到较为合理的解释，如前文提及的美国私人医疗消费占比过高、北欧高福利经济体公共服务的高占比、后发成功追赶型经济体的高投资驱动，以及特定时代背景下的技术水平差异等。

定量分析主导方法的重点在于建模。我们把人均发展水平看作自变

量x，把GFP分项占比看作因变量y，然后确定以下三个关键参数。一是特定差异值，也就是不同经济体自身因素带来的差异，它会随着发展水平的变化而变化。二是标准变化率，是在假定所有经济体既无自身差异，也无统计误差的情况下，每一单位的变动会使GFP分项占比产生多大幅度的相应变动。这个参数是一个非线性函数，有些情况下GFP分项占比可能呈现衰减式上升或下降。三是误差，也就是不规则项，是由统计口径、年代差异等多种因素造成的。基于上述的变量和参数设定，我们就可以通过不同经济体的发展水平和GFP分项占比数据进行建模，从而找出一个最优的标准结构。

首先，GFP标准结构使用的数据时间跨度大，涉及经济体多，各经济体文化制度和所处年代的技术背景存在不同程度的差异。在构建GFP标准结构过程中，课题组在一定程度上考虑并剔除了各经济体因自身制度和文化、所处年代技术背景等因素带来的差异，但仍有局限性。例如，我们仅考虑了所处年代技术背景对电子设备及信息通信消费的影响，并未考虑其对文化体育娱乐等消费的影响。事实上，技术背景的变化会产生一系列新的需求场景，如早些年代的文化体育娱乐消费中不包括网络游戏和直播等，但近年来这些消费活动却成为发展迅猛的需求增长点。

其次，不同经济体由于“特殊国情”带来的结构差异较为明显，如我国基建投资与房地产投资占比远高于欧美发达经济体，但通过观察以日本、韩国为代表的同属东亚文化圈的后发成功追赶型经济体，发现它们的房地产投资占比甚至比中国还略高一些，基建投资也高于欧美发达经济体。然而，从总体和长期看，正如图13、图14所显示的，日、韩的GFP分项变化趋势与OECD高收入经济体（不含日、韩）的变化趋势基本一致，这说明高收入经济体的GFP结构演变经验对日、韩同样适用。在诸多差异客观存在的情况下，我们需要找到某些共性特征和基准答案，才能准确把握高收入经济体GFP结构演进对我国发展的可借鉴意义。

图15展示了中国与高收入经济体GFP标准结构位于相似发展阶段时的对比，以及标准结构从14600美元到32000美元的演进路径，大致相当于中国2019—2035年的时间区间。其中，17000美元、20000美元、26000美元和32000美元大致相当于中国2022年、2025年、2030年和2035年的发展水平。由于所处时代不同，终端需求结构将会存在一些差异，但仍能清晰地看到现阶段我国终端需求的结构状态和未来发展方向。

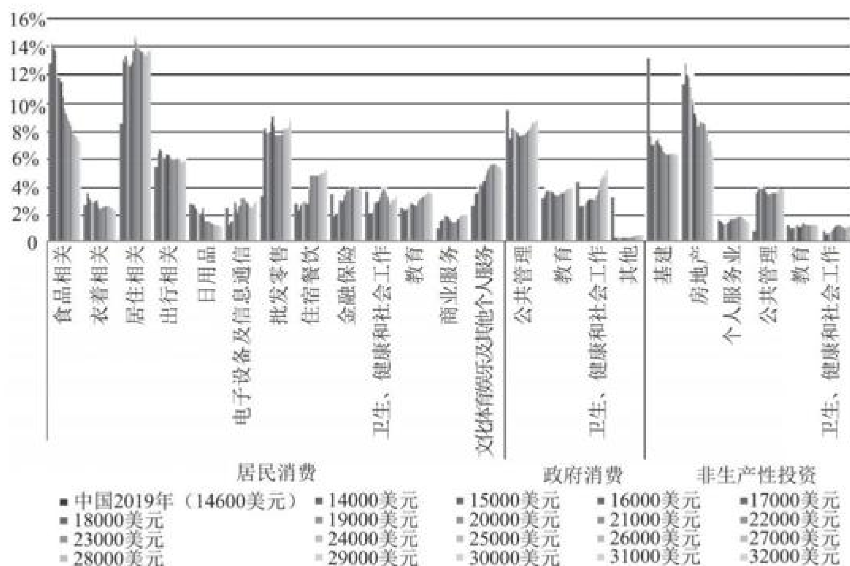


图13 日、韩GFP结构

资料来源：韩国央行，RIETI数据库，课题组测算。

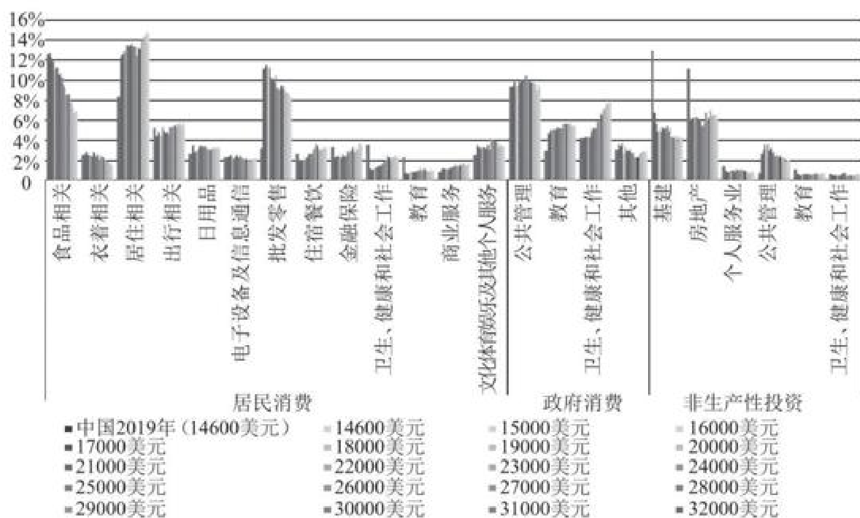


图14 OECD高收入经济体（不包括日、韩）GFP结构

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

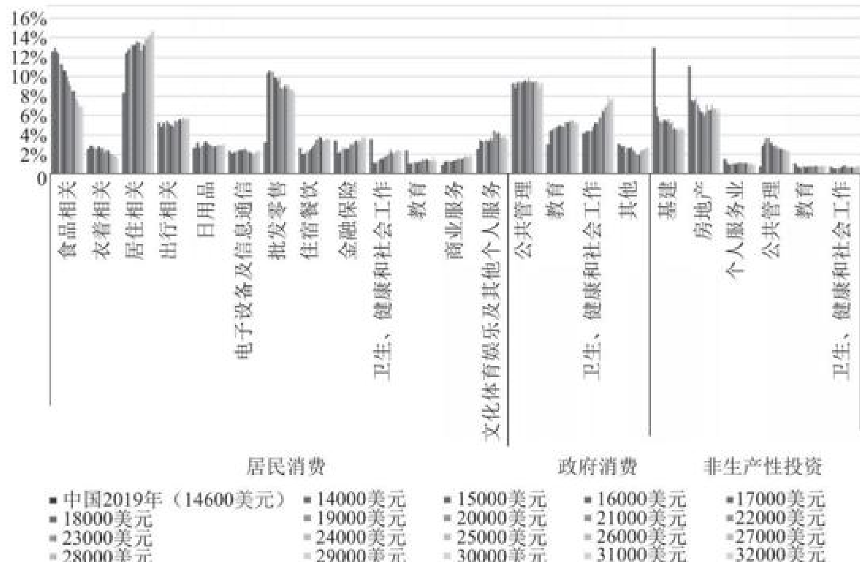


图15 中国与高收入经济体GFP标准结构比较

资料来源：BEA、RIETI、OECD等数据库，课题组测算。

一是当前我国居民的生存型消费占比与标准结构基本一致，参考标准结构未来演变趋势，我国食品相关消费占比仍将持续较大幅度下降；衣着相关消费占比也会持续下降，但降幅明显低于食品相关消费；日用品消费占比保持基本稳定态势。占比下降并不意味其消费总额减少，事实上，随着人均收入的持续上升，相关消费也会升级，消费总量是在增加的。但是由于居民享受型、发展型消费的增长更为迅速，将对生存型消费的占比产生一定的挤出效应，这与恩格尔定律的含义较为相似。

二是当前我国居民享受型消费占比整体低于标准结构。从具体分项看，在居住相关的居民消费方面，我国当前占比仅相当于标准结构的2/3，显著偏低，这可能主要是由于我国对自有住房租金核算部分有所低估，此外也可能存在我国房地产租赁及房地产相关服务水平相对较低的原因。参考标准结构未来的演变趋势，我国居民居住消费占比将会逐步上升，其可能隐含的逻辑是，居民在对居住物理空间需求得到满足后，对于物理空间内的便利设施、耐用消费品及相关配套服务的需求会持续增长。在商业服务居民消费方面，我国当前占比明显低于标准结构，未来其占比将持续上升。标准结构显示，文化体育娱乐及其他个人服务占比在上升至一定水平后会有所回调，但我国未来一段时期在该项消费占比上将呈现上升态势。

在电子设备及信息通信的居民消费方面，我国当前占比同样稍高于标准结构，但是此项消费与所处时代的技术背景高度相关，标准结构中的大多数经济体所处的年代较早，与当下技术水平差异明显。标准结构显示，未来整体变动幅度较小，这或许对我国未来发展的指引性较弱。随着人均收入水平的提升和科技的进步，居民对于电子产品和信息通信的需求会持续增长，但电子产品及服务的国产化率逐步上升会带来相对价格的下降，同时信息通信等相关费用也会降低。从长期来看，电子设备及信息通信消费的占比可能呈现趋稳态势。这与电子设备及通信方面较为领先的韩国先升后降的趋势相似，但也不排除新的重大技术变革带来占比大幅上升的可能性。

在出行相关居民消费方面，我国当前占比略高于标准结构。根据发达经济体经验，未来一段时间内仍有一定程度的上升空间，但随着人均汽车保有量上升，此项消费将逐步趋稳。在住宿餐饮消费方面，我国当前占比略高于标准结构，未来将呈现先升后稳态势。金融保险消费占比呈现持续上升态势，但是考虑到当前我国此项占比已经高于同期标准结构，未来可能缓慢上升或趋于稳定。

在批发零售居民消费方面，我国当前占比与标准结构差异明显。这里批发零售居民消费的含义并不是指特定的实物消费，而是居民所有消费中属于流通环节的附加费率，反映的是生产者价格与购买者价格之间的差异。中国此项占比低的原因可能与三个因素有关：（1）我国以往“重生产、轻流通”的发展方式，造成流通服务业发展整体落后；（2）农村地区的“自给自足”模式，导致一定程度上的统计偏误；（3）我国人力成本较低。从标准结构的变化趋势看，批发零售居民消费占比会持续下降，可能是流通环节的附加费率会随着发展阶段的提升而有所下降，同时电商平台、直播带货和物流的发展与应用会显著降低流通成本。考虑到当前的结构性差异，未来我国批发零售居民消费的占比随着统计的完善可能会先出现一定的“补课式”上升，达到一定水平后再放缓。

三是当前我国发展型消费整体上要高于标准结构，但是政府支出倾斜力度不足，居民负担部分相对较重的现象仍然存在。在居民消费部分，我国的教育及卫生、健康和社会工作的占比显著高于标准结构。从标准结构演变方向看，两者未来呈现先升后稳的态势。考虑到当前我国这两项的占比已经偏高，未来持续上升的可能性较小，预计卫生、健康和社会工作居民消费占比会有所下降，而教育居民消费占比由于课外补

习和新兴教育模式（比如线上教育等）的迅速发展会呈现先升后降的态势。在政府消费部分，我国的教育占比显著低于标准结构，卫生、健康和社会工作的占比与标准结构相近。根据标准结构演变判断，未来这两者将呈现持续上升态势，其中卫生、健康和社会工作的占比上升幅度更大，而其他政府消费部分占比将有所下降，这意味着政府的消费性支出应向公共服务领域倾斜，缩减一般性开支等其他支出。

四是与标准结构相比，当前我国基建投资和房地产投资占比明显偏高，公共管理投资占比偏低，其他非生产性投资占比偏差不大。在基建投资占比方面，我国约为相同发展水平标准结构的两倍，这种GFP结构严重扭曲状况的调整势在必行。标准结构的演变路径也指出了基建投资占比未来会呈持续下降态势。在房地产投资占比方面，尽管我国当前的占比显著高于标准结构，但是从前文分析中可以看到，我国与东亚后发成功追赶型经济体的日本、韩国较为一致。不过标准结构和日、韩两国此项未来演变路径均呈现整体下降态势，预计未来我国房地产投资占比也会相应下降。在公共管理投资占比方面，尽管标准结构的演变路径呈现下降趋势，但考虑到当前我国与相同发展水平的标准结构差距较大，预计未来会先出现较长一段时间的“补课式”增长，然后趋于稳定。其他非生产性投资占比，从标准结构来看未来变化较小，预计中国未来这几项会与标准结构的变化趋势大体相同。

从短期看，未来5年，在我国GFP结构居民消费部分中，食品相关、衣着相关占比会有所下降，日用品，电子设备及信息通信，卫生、健康和社会工作占比会基本保持稳定或略有下降，居住相关、出行相关、住宿餐饮、商业服务、文化体育娱乐及其他个人服务、批发零售、金融保险、教育占比会有所上升。在政府消费部分中，教育及卫生、健康和社会工作占比会有所上升，其他消费性支出会有所下降。在非生产性投资部分，基建投资、房地产投资占比会有所下降，个人服务业投资占比基本保持稳定，公共管理投资，教育投资，卫生、健康和社会工作投资占比会有所上升。

四、中国国内区域终端需求结构的演进方向

GFP分析框架不仅适用于国际间的比较，也适合于国内省级乃至市级行政单元的比较。从体量上看，中国多数省级行政区的规模不亚于上述一些发达经济体。因此，高收入经济体GFP标准结构的演变路径，对

分析我国省级行政区的发展趋势同样具有重要意义。

（一）测算中国省级行政区按购买力平价衡量的发展阶段

在上文中我们采用按购买力平价计算的人均GDP（2011年不变价美元）作为衡量发展阶段的标准，在区域层面仍然使用相同方法。但宾夕法尼亚大学世界表9.1中只有中国全国数据，并无31个省市自治区具体数据。课题组在《经济学人》杂志公布的2010年按购买力平价计算的中国31个省市自治区现价人均GDP的截面数据基础上，先是把截面数据转换到与宾夕法尼亚大学世界表9.1一致的口径，然后统筹考虑31个省市自治区的经济实际增长速度、物价水平累计变化和人口总量变化等变量因素，推算出了2012—2019年中国31个省市自治区按购买力平价计算的人均GDP（2011年不变价美元）数据。结果显示，2012年，全国31个省市自治区的人均GDP处于5000～33000美元的区间，简单平均值在11000美元左右；到2019年整体上升到7000～45000美元的区间，简单平均值在16000美元左右。

（二）中国省级层面终端需求结构横向比较

为了探究GFP结构在区域间的差异和发展规律，课题组基于国家统计局公布的2012年全国31个省市自治区投入产出表和非生产性投资完成额数据，测算出统一数据口径、统一行业标准的居民消费、政府消费和非生产性投资分项数据，并以此构成各个省市自治区的GFP结构。基于31个省市自治区2012年GFP结构的截面数据，我们可以按照不同发展阶段、不同地理区域和不同城市群等属性进行归类、对比和分析，以直观反映出不同类别之间的差异。

1.按照不同发展阶段进行分类

课题组根据全国31个省市自治区的人均GDP水平，划分了三个不同的发展阶段，即10000美元以下、10000～20000美元和20000美元以上，并在剔除各省市自治区因自身因素导致的异常值后，把处于同一发展阶段省市自治区的GFP结构进行合并和标准化处理，构建了三个发展阶段的GFP标准结构。

在20000美元以上发展阶段的省市包括：上海（33293美元）、北

京（27793美元）、天津（26404美元）和江苏（24566美元）。

在10000~20000美元这一发展阶段的省市自治区包括：内蒙古（16654美元）、浙江（16167美元）、广东（16024美元）、山东（15498美元）、辽宁（13619美元）、福建（13172美元）和吉林（11114美元）。

在10000美元以下这一发展阶段的省市自治区包括：重庆（9860美元）、陕西（9616美元）、河北（9540美元）、宁夏（9351美元）、湖北（8967美元）、山西（8652美元）、黑龙江（8478美元）、河南（8045美元）、湖南（8006美元）、青海（8005美元）、四川（7748美元）、新疆（7602美元）、海南（7434美元）、江西（7204美元）、安徽（7114美元）、广西（6411美元）、云南（5928美元）、西藏（5503美元）、甘肃（5286美元）和贵州（4455美元）。

从图16可以看出，不同发展阶段的省市自治区间GFP结构存在明显差异，同时，随着发展阶段的变化呈现明显的规律性。考虑到样本数据量相对较少，标准结构中仍存在一定不准确、不合理的地方。

不同发展阶段分类的省市自治区GFP结构呈现出以下规律：一是随着人均GDP的提升，居民的食品相关和衣着相关等生存型消费占比均有所下降，其中食品相关消费占比随着发展阶段的提升而降幅逐渐加大；二是居民的享受型消费占比基本呈全面上升态势，但批发零售的居民消费占比变化不大；三是发展型消费占比整体上升，但居民消费部分中教育的占比先升后稳，卫生、健康和社会工作的占比先升后降，这意味着随发展水平的提升，政府消费性支出更多地向民生领域倾斜，为居民“减负”；四是政府消费中的公共管理等一般性支出呈逐步下降态势，尤其是10000美元以下的省份占比过高，20000美元以上省份的占比则趋于稳定，所有省份的其他政府消费占比均有所上升；五是基建投资占比下降，发展水平越低的省份占比越高；六是房地产投资占比先升后稳，可能达到一定发展水平后会趋于稳定；七是其他非生产性投资占比呈一定的下降态势，这可能是因为其绝对量增速相对较低，占比也被相应拉低，背后反映的可能是相对高收入地区投资需求逐步呈现饱和状态。

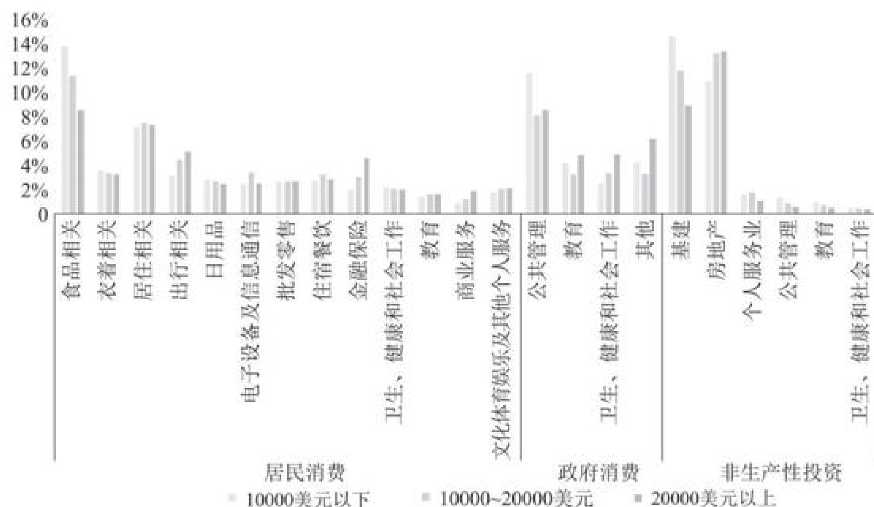


图16 31个省市自治区按不同发展阶段分类的GFP结构

资料来源：省市自治区统计局，课题组测算。

2.按照四大区域进行分类

基于31个省市自治区的地理属性，课题组划分了四大区域，即东部地区、中部地区、西部地区和东北地区。在剔除各省市自治区因自身因素带来的异常值后，把处于同一区域省市的GFP结构进行合并和标准化处理，构建了四大区域的GFP标准结构（见图17）。

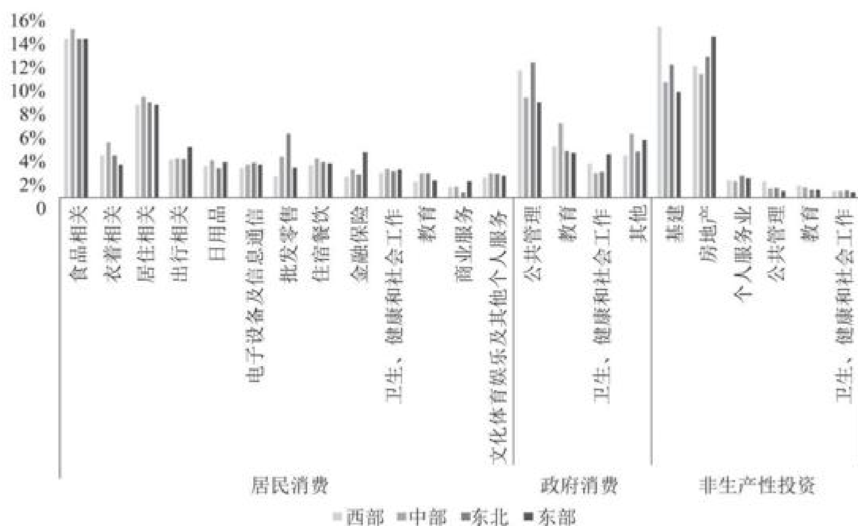


图17 31个省市自治区按四大区域分类的GFP结构

资料来源：省市自治区统计局，课题组测算。

从图17可以看出，不同区域的GFP结构存在一些明显特点。

在生存型居民消费中，食品相关和衣着相关消费的占比均是中部地区最高，西部地区次之，东北地区再次之，东部地区最低；而日用品消费占比方面则是中部、东部较高，西部、东北较低。

在享受型居民消费方面，东部地区出行相关、商业服务和金融保险这三项占比遥遥领先，中部地区居住相关、住宿餐饮和文化体育娱乐及其他个人服务这三项占比最高，东北地区电子设备及信息通信和批发零售这两项领先，西部地区则基本上占比偏低。

在发展型消费中，在教育方面，中部和东北地区的居民消费占比相对较高，西部和东部地区占比相对较低；中部地区政府的教育消费性支出显著高于其他区域，接下来依次为西部、东北、东部。在卫生、健康和社会工作方面，西部地区的居民消费占比偏低，其他三大区域占比较为一致；东部地区政府对卫生、健康和社会工作的消费性支出显著高于其他区域，其次是西部，而中部和东北相对较低。

在政府公共管理的消费性支出方面，东北和西部地区占比较高，中部和东部地区占比较低；在政府其他消费性支出方面，中部和东部地区占比较高，西部和东北地区占比较低。

在基建投资方面，西部占比大幅领先，其次是东北和中部地区，东部最低；在房地产投资方面，东部地区占比最高，而后依次为东北、西部和中部地区；在其他非生产性投资中，东北地区个人服务业与卫生、健康和社会工作投资占比最高，西部地区教育和公共管理投资占比最高，东部地区除个人服务业投资，均为最低。

总的来看，终端需求结构在我国区域间和省级层面存在显著差异。与高收入地区相比，低收入地区主要展现了两个方面的特征：一是居民消费水平的差异。从图17和图18中可以明显看到，低收入地区的消费能力有限，以生存型消费为代表的必选消费占比较高，以享受型、发展型消费为代表的可选消费占比较低，这主要是收入水平差异导致的。二是政府职能上的差异。低收入地区呈现的典型特征是政府主导的基建投资占比更高，政府的行政开支占比较高，而教育、卫生和社保等公共服务领域的开支显著偏低。

（三）中国省级行政区与高收入经济体终端需求标

准结构的对比

前文构建了三个不同发展水平的GFP标准结构，包括10000美元以下、10000~20000美元和20000美元以上三个区间。本部分将每个区间的标准结构与处在相同发展水平的高收入经济体GFP标准结构进行对比分析，可以清楚地看到GFP结构的调整方向和发展趋势（见图18、图19和图20）。

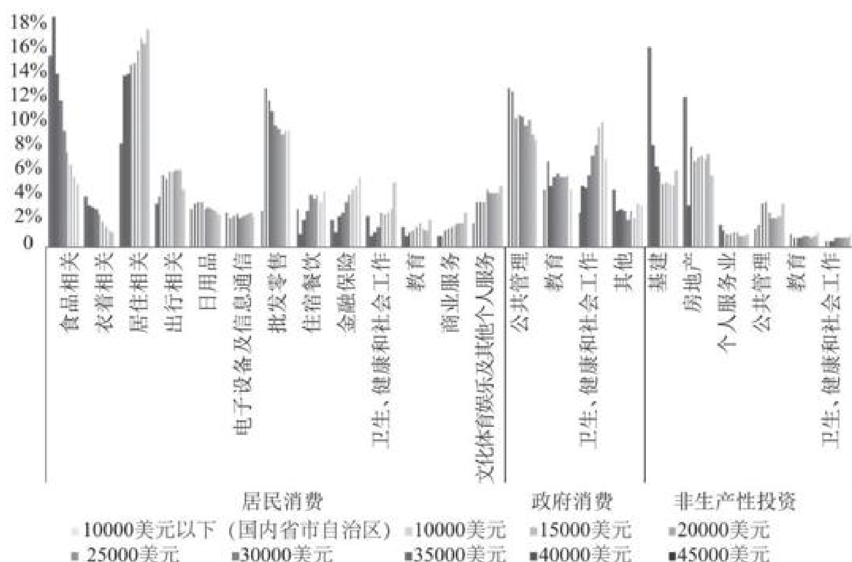


图18 10000美元以下省市自治区与高收入经济体标准结构比较

资料来源：省市自治区统计局，课题组测算。

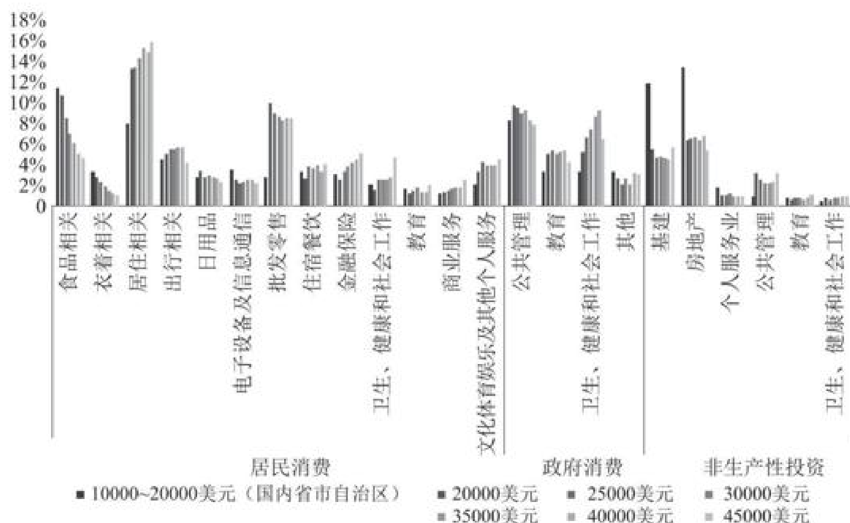


图19 10000~20000美元省市自治区与高收入经济体标准结构比较

资料来源：省市自治区统计局，课题组测算。

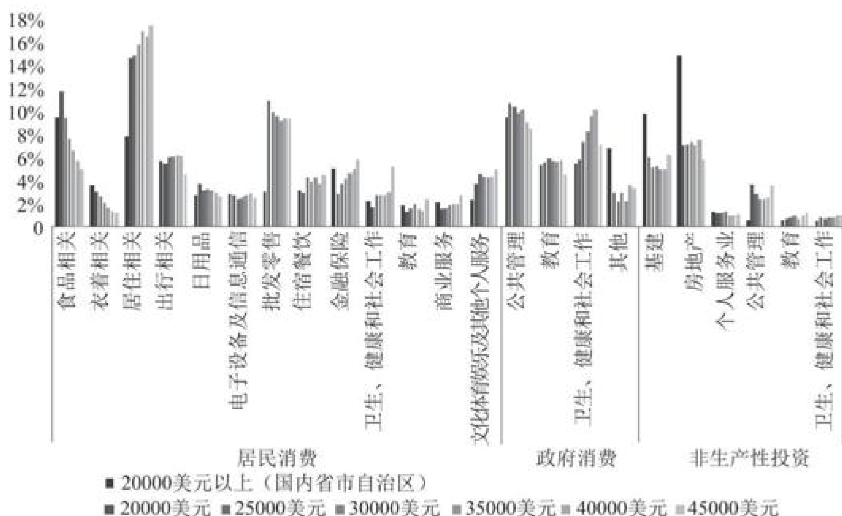


图20 20000美元以上省市自治区与高收入经济体标准结构比较

资料来源：省市自治区统计局，课题组测算。

从图18到图20可以看出，三个区间的GFP结构与高收入经济体标准结构的比较具有以下特征。

在居民生存型消费方面，人均收入20000美元以上和10000美元以

下省市自治区的占比均低于标准结构，10000~20000美元省市的占比略高于标准结构。从未来的发展趋势看，居民的食品和衣着相关消费占比将持续下降，日用品消费占比基本保持稳定态势。

在居民享受型消费方面，三个区间省市自治区的消费占比普遍低于标准结构，未来这方面的需求具有相当可观的增长潜力。从具体分项来看，在出行相关方面，20000美元以上省市自治区占比不亚于标准结构，但10000~20000美元和10000美元以下省市自治区占比明显不足，预计未来均会出现上升态势。由于所处年代技术背景的差异，我国各省市自治区电子设备及信息通信消费占比高于标准结构，未来大幅上升的可能性较小。在住宿餐饮方面，三个区间省市自治区的占比均高于标准结构，但长期来看，占比还有一定上行空间。在文化体育娱乐和其他个人服务方面，三个区间省市自治区占比均显著偏低，未来有较大增长潜能。在商业服务方面，20000美元以上省市自治区占比高于标准结构，但其他发展阶段的省市自治区占比偏低，未来应呈现持续上升态势。在金融保险方面，三个区间居民消费均高于同期标准结构，其中20000美元以上省市自治区占比更是明显超出，所以未来上升潜力更多的是在20000美元以下的省市自治区。居住相关和批发零售占比所显示的异常上文已有具体分析，从未来趋势看，前者占比应有一定的增长空间，而后者占比可能会先补增后放缓。

在教育及卫生、健康和社会工作等发展型消费方面，三个区间省市自治区的居民消费占比均高于标准结构，负担相对较重；而在政府消费部分，20000美元以上省市自治区政府投入部分较为合理，而其他区间省市自治区的政府投入则明显不足。从未来发展趋势上看，所有省市自治区都应持续加大资源倾斜力度，提高政府消费在教育和卫生、健康和社会工作等民生领域的占比。居民对卫生健康和社会工作的消费占比也会持续提升，对教育的消费占比增长速度虽然也呈一定上升趋势，但幅度较缓。

在非生产性投资方面，三个区间省市自治区对房地产和基建投资的占比均显著偏高，对其他公共管理领域的投资占比偏低，未来应推动结构性调整，降低房地产和基建投资占比，提高公共管理，教育，卫生、健康和社会工作的投资占比。在个人服务业投资方面，当前三个区间省市自治区的占比均不低于标准结构，未来可能会保持稳定。

五、终端需求结构变化对行业产出的影响

本文第三部分分析了我国未来终端需求结构的变化方向，从需求的角度寻找新的增长点。而GFP具有源头性质，其分项的变动会通过行业间复杂的投入产出链条，拉动各个行业产出的变化。本部分基于我国投入产出系数，测算了每一单位终端需求分项的变化分别会拉动多少相关行业总产出的变化，具体计算方法如下。

我国投入产出表可以分为四个矩阵：中间使用部分矩阵X，最终使用部分矩阵Y，要素投入部分矩阵V和一个空出的矩阵。其具体形式为：

$$T=\begin{pmatrix} X & Y \\ V & 0 \end{pmatrix}$$

行业H_k的总投入可以表示为：

$$H_k=\sum_{i=1}^{n} X_{i,k}+V_k$$

其中$X_{i,k}$表示行业i的中间产品投入到行业k的生产的部分。

因此该行业的总产出可以表示为：

$$H_k=\sum_{j=1}^{n} X_{k,j}+Y_k$$

直接消耗系数的计算公式为：

$$A_{i,j}=\frac{X_{i,j}}{H_j}$$

完全消耗系数矩阵为直接消耗加上全部间接消耗：

$$B=A+A^2+A^3+\ldots$$

因此：

$$B=（I-A）^{-1}-1$$

当某一行业的最终需求变动为dY 时，将会引起相关行业总产出的变动：

$$dH=（B+I）dY=（I-A）^{-1}dY$$

基于该公式，可量化分析终端需求分项变化对相关行业总产出的拉动作用。

课题组利用我国投入产出系数，测算了每一单位终端需求分项占比的变化对相关行业总产出的拉动作用。结合本文第三部分的分析，表7汇总了未来每个终端需求分项的单位变化主要影响的5个行业。以居民消费的食品相关分项为例，未来食品相关的居民消费总量每下降一个单

位，将分别影响农林牧渔业，农副食品加工业，食品制造业，化学原料及化学制品制造业，酒、饮料和精制茶制造业5个行业总产出下降0.78、0.59、0.27、0.13和0.11个单位。

需要注意的是，GFP分项占比下降并不意味着总量下降，而是反映此分项的增长速度要慢于GFP整体的增长速度。同理，GFP分项拉动的行业总产出的变化并不意味着总量的下降，而是行业增速面临一定的下行压力（见表7）。

表7 GFP分项的变化方向及对行业总产出的影响

终端需求分项		未来变化方向	拉动的行业	行业总产出变动（上升或下降）
居民消费	食品相关	显著下降	农林牧渔业	0.78
			农副食品加工业	0.59
			食品制造业	0.27
			化学原料及化学制品制造业	0.13
			酒、饮料和精制茶制造业	0.11
	衣着相关	显著下降	纺织服装、鞋、帽制造业	0.82
			纺织业	0.65
			皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	0.29
			农林牧渔业	0.24
			化学原料及化学制品制造业	0.21
	居住相关	显著上升	房地产业	0.77
			电力、热力的生产和供应业	0.13
			银行业、证券业和其他金融活动	0.12
			电气机械及器材制造业	0.12
			商务服务业	0.08
	出行相关	小幅上升	汽车制造业	0.62
			道路运输业	0.38
			石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.18
			石油和天然气开采业	0.11
			银行业、证券业和其他金融活动	0.11
	日用品	持平	医药制造业	0.64
			化学原料及化学制品制造业	0.42
			文教体育用品制造业	0.25
			农林牧渔业	0.18
			批发零售业	0.12

<table>
<tr><th colspan="2">终端需求分项</th><th>未来变化方向</th><th>拉动的行业</th><th>行业总产出变动（上升或下降）</th></tr>
<tr><td rowspan="25">居民消费</td><td rowspan="5">电子设备及信息通信</td><td rowspan="5">持平</td><td>计算机、通信和其他电子设备制造业</td><td>0.98</td></tr>
<tr><td>信息传输、软件和信息技术服务业</td><td>0.73</td></tr>
<tr><td>商务服务业</td><td>0.10</td></tr>
<tr><td>有色金属冶炼及压延加工业</td><td>0.09</td></tr>
<tr><td>电气机械及器材制造业</td><td>0.09</td></tr>
<tr><td rowspan="5">批发零售</td><td rowspan="5">持平</td><td>批发零售业</td><td>1.03</td></tr>
<tr><td>商务服务业</td><td>0.13</td></tr>
<tr><td>房地产业</td><td>0.09</td></tr>
<tr><td>银行业、证券业和其他金融活动</td><td>0.07</td></tr>
<tr><td>道路运输业</td><td>0.04</td></tr>
<tr><td rowspan="5">住宿餐饮</td><td rowspan="5">显著上升</td><td>餐饮业</td><td>0.92</td></tr>
<tr><td>农林牧渔业</td><td>0.35</td></tr>
<tr><td>农副食品加工业</td><td>0.32</td></tr>
<tr><td>批发零售业</td><td>0.11</td></tr>
<tr><td>住宿业</td><td>0.09</td></tr>
<tr><td rowspan="5">金融保险</td><td rowspan="5">小幅上升</td><td>银行业、证券业和其他金融活动</td><td>0.72</td></tr>
<tr><td>保险业</td><td>0.50</td></tr>
<tr><td>商务服务业</td><td>0.12</td></tr>
<tr><td>房地产业</td><td>0.10</td></tr>
<tr><td>信息传输、软件和信息技术服务业</td><td>0.06</td></tr>
<tr><td rowspan="5">文化体育娱乐及其他个人服务</td><td rowspan="5">小幅上升</td><td>居民服务、修理和其他服务业</td><td>0.74</td></tr>
<tr><td>娱乐业</td><td>0.13</td></tr>
<tr><td>化学原料及化学制品制造业</td><td>0.11</td></tr>
<tr><td>房地产业</td><td>0.11</td></tr>
<tr><td>广播、电视、电影和音像业</td><td>0.06</td></tr>
</table>

终端需求分项		未来变化方向	拉动的行业	行业总产出变动（上升或下降）
居民消费	商业服务	显著上升	商务服务业	0.82
			公共设施管理业	0.11
			公共管理和社会组织	0.11
			银行业、证券业和其他金融活动	0.10
			化学原料及化学制品制造业	0.10
居民和政府消费	卫生、健康和社会工作	上升	卫生	1.00
			医药制造业	0.44
			批发零售业	0.12
			农林牧渔业	0.11
			化学原料及化学制品制造业	0.08
	教育	上升	教育	1.01
			化学原料及化学制品制造业	0.05
			银行业、证券业和其他金融活动	0.05
			房地产业	0.04
			商务服务业	0.03
政府消费	公共管理	持平	公共管理和社会组织	0.90
			公共设施管理业	0.09
			商务服务业	0.06
			信息传输、软件和信息技术服务业	0.06
			银行业、证券业和其他金融活动	0.06
	其他	持平	科学研究、技术服务和地质勘查业	0.46
			道路运输业	0.18
			商务服务业	0.17
			银行业、证券业和其他金融活动	0.14
			农林牧渔业	0.13

终端需求分项		未来变化方向	拉动的行业	行业总产出变动（上升或下降）
非生产性投资	房地产	显著下降	建筑业	0.84
			非金属矿物制品业	0.20
			房地产业	0.19
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.14
			化学原料及化学制品制造业	0.12
	基建	显著下降	建筑业	0.80
			非金属矿物制品业	0.19
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.15
			化学原料及化学制品制造业	0.13
			计算机、通信和其他电子设备制造业	0.13
	公共管理	持平	建筑业	0.64
			信息传输、软件和信息技术服务业	0.32
			非金属矿物制品业	0.16
			计算机、通信和其他电子设备制造业	0.13
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.12
	教育	持平	建筑业	0.75
			科学研究、技术服务和地质勘查业	0.22
			非金属矿物制品业	0.18
			化学原料及化学制品制造业	0.14
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.14
	卫生、健康和社会工作	持平	建筑业	0.72
			非金属矿物制品业	0.17
			信息传输、软件和信息技术服务业	0.16
			计算机、通信和其他电子设备制造业	0.14
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.14

终端需求分项		未来变化方向	拉动的行业	行业总产出变动（上升或下降）
非生产性投资	个人服务业	小幅下降	建筑业	0.76
			非金属矿物制品业	0.18
			信息传输、软件和信息技术服务业	0.16
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.14
			计算机、通信和其他电子设备制造业	0.13

资料来源：国家统计局，课题组测算。

根据课题组测算，未来3~5年我国购买力平价人均GDP将达到17000~20000美元的区间。通过前文中提到的定量分析主导方法，也就是对OECD高收入经济体GFP结构数据和我国GFP结构历史数据建模，课题组测算了未来我国GFP结构的演变路径对行业总产出的综合影响（见表8）。需要注意的是，本部分仅是从扩大终端内需、优化终端内需结构的角度分析对行业总产出的影响，但行业总产出同时也受到生产性投资、存货投资和外需的影响，如一些出口导向型行业，其终端需求占比在下降，但是出口增长很快，这种情况下其拉动行业总产出的增速是在上升而非下降。表8显示，未来3~5年，终端需求结构变化拉动的加速发展的行业主要集中在生活性服务业、生产性服务业和高技术设备制造业，对绝大部分制造业增长的拉动作用相对稳定，而纺织、食品等行业则可能面临一定下行压力。

表8 终端需求变化对行业产生的综合影响

受终端需求变动影响	行 业
较强向上拉动	卫生，金融业，居民服务、修理和其他服务业，批发零售业，餐饮业等行业
温和向上拉动	教育，商务服务业，娱乐业，医药制造业，住宿业，运输业，新闻出版业，广播、电视、电影和音像业，房地产业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业
相对平稳	通用设备制造业，采矿业，文教体育用品制造业，化学纤维制造业，烟草制品业，金属制品业，汽车制造业，橡胶和塑料制品业，黑色及有色金属冶炼及压延加工业，酒、饮料和精制茶制造业，皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业，非金属矿物制品业等行业
可能面临下行压力	纺织服装、鞋、帽制造业，纺织业，化学原料及化学制品制造业，食品制造业，农副食品加工业等行业

资料来源：国家统计局，课题组测算。

六、促进终端需求持续增长和结构优化的战略与对策

从国际比较的视角看，与高收入经济体相比，我国终端需求水平提升空间依然很大，结构调整优化任务艰巨。终端需求在整个经济循环流程当中具有源头性质，其结构变化实际上折射的是未来经济社会发展的潜力和方向。从这个意义上说，促进终端需求的数量增长和结构优化，是满足人民群众日益增长的美好生活需要、实现高质量发展的集中体现。为此，应从长计议，制定并实施一系列有利于终端需求持续增长和结构优化的战略和政策。

注重质量效益，保持适当增速，促进终端需求稳定可持续增长。终端需求结构的持续升级和结构优化，是以其总量增长为基础的。中速稳定增长期是中国经济下一步的新场景，发展仍然是硬道理。因此，必须加快经济转型，推动质量变革、效率变革、动力变革，全面提高要素生产率，充分发掘增长潜力，把终端需求的蛋糕持续做大。

扩大中等收入群体，实施中等收入群体倍增战略。概括地说，中速增长期的增长动能可以区分为两种类型：一种是“补短型增长”，另一种是“升级型增长”。补短型增长是指低收入阶层追赶中高收入阶层而带动的增长，关键是如何扩大中等收入群体。根据课题组测算，按国家统计局的标准，目前中国中等收入群体的规模在4亿人左右，还有9亿多人处于低收入阶段。从前文也可以看出，一方面，我国当前整体的人均收入

水平距离高收入经济体还有相当大的差距；另一方面，我国地区间人均收入水平也有很大的差异。因此，提升低收入阶层的收入水平，缩小他们与中高收入阶层的差距，是终端需求增长最大的潜能所在。

推动消费结构升级，基本需求从重数量向重质量转变，提高享受型、发展型等服务消费比重。我国产业结构、消费结构和城市化进程已从数量扩张阶段逐步转向质量提升阶段，更好地满足人民群众日益增长的美好生活的需要，就要在中速增长平台上实现高质量发展，促进终端需求结构的持续优化。对居民的基本需求，要从重数量向重质量转变，由“有没有”向“好不好”方向转变。与此同时，稳步提高享受型、发展型等服务消费比重。一方面，应加快提高国内供给能力和质量，以适应居民消费结构升级需求；另一方面，适当增加进口，让中国消费者分享到更多国际优质的商品和服务，提高我国开放型经济的均衡性、稳定性。

优化投资内部结构，降低基建和房地产投资比重，逐步纠正终端需求中的结构性扭曲。地方政府要加快形成与高质量发展相适应的政绩观、目标体系和预算约束机制，改变以大干快上基建投资拉动经济增长的简单观念，逐步降低基建投资比重，与其他领域的发展相平衡，与防范化解财政金融风险的要求相适应，更多地从投资回报率角度来评估投资决策。在基建投资内部优化资源配置，更多地向以5G、人工智能、工业互联网、物联网等为代表的新型基础设施倾斜，为产业转型升级和先进技术的发展提供有利条件。要保持战略定力，坚持“房住不炒”的正确导向，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，形成房地产稳定发展的长效机制。

转变政府职能，加快建设公共服务型政府，推动以人力资本提升为导向的社会政策体系改革。政府职能转变要与经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段相适应，坚持让市场在资源配置中发挥决定性作用，大幅降低由诸多不当行政性干预造成的制度性交易成本。在应该由政府发挥作用的领域，切实提高行政效率，降低政府行政性支出比重，以改善民生为主要方向，加快建设公共服务型政府。健全完善社会保障体系，在就业、医疗、养老等方面，加快完善覆盖全国的“保基本”社会安全网，尤其要重视机会公平，发展公平而有质量的教育，进一步提升人力资本。

---

[1] 刘世锦系全国政协经济委员会副主任，中国发展研究基金会副理事长，国务院发展研究中心原副主任；王子豪系中国发展研究基金会博智宏观论坛研究员。本文是中国发展研究基金会“博智宏观论坛”中长期发展课题组的研究成果，课题组成员姜淑佳、王路、陈泽昱、史益帆、

徐晓龙先后参与了数据处理和初稿撰写。

[2] 文中采用的人均GDP均为以购买力平价衡量，以2011年不变价美元为口径。

[3] 美国投入产出表数据来源为BEA（U.S. Bureau of Economic Analysis，美国经济分析局）数据库；丹麦数据来源为丹麦统计局（Statistics Denmark）；日本数据来源为RIETI（Research Institute of Economy, Trade and Industry，独立行政法人经济产业研究所）数据库；韩国数据来源为韩国央行（Bank of Korea）。

双循环赋能经济增长的质量与效率

江小涓 孟丽君[1]

改革开放以来，中国以年均9.7%的高速度持续增长了40年，改革与开放是中国增长表现优异的两个关键驱动因素。其中，构建大口径外循环、较大规模利用国内国外两种资源、两个市场发挥了重要作用。现在，中国发展进入新时期，要素禀赋与40年前相比发生根本变化，经济规模、贸易规模、资金跨国流动规模等均居世界前列。国际经济政治环境也发生很大变化，我们与发达经济体的关系从互补为主转变为互补与竞争并存。综合考虑各方面变化，今后中国经济发展中，国内国际两个循环的各自地位和相互作用与前40年有很大不同。本文分析今后我国发展的有利和约束条件，分析全球产业链、创新链调整发展趋势，分析今后内循环为主、外循环赋能、双循环畅通的新特点新要求，并就如何实现更高水平的国民经济循环体系提出相关的体制和政策建议。

一、全球产业链与外循环的重要性

（一）全球产业链形态的外循环

20世纪80年代末，对外贸易是拉动世界各国经济增长的主要动力之一。由于国家或地区间自然禀赋和其他资源的差异，各国或地区通过国际贸易分享分工专业化带来的利益。一个国家或地区通过对自身资源的分析，与其他国家或地区相互比较，总能找到自身具有比较优势的产品。产业在全球范围内根据比较优势分布，与产品相关的完整产业链相应地在一个国家或地区内形成。进入20世纪90年代，伴随网络时代的到来与信息技术的发展，通信成本和交易成本持续下降，运输技术压缩空间的“时间距离”并大幅度降低运输成本。跨国公司为了利用发展中国家的劳动力优势和市场优势，将产业价值链中可分解制造和组装的部分从发达国家转移到发展中国家，促进国际分工从最早的不同产业的全球分工，到产业内全球分工，又发展到企业内的全球分工，形成了全球范围内的产业链。[2]全球产业链的形成，部分是因为链上的国家“不会全部

制作”，只能加入全球产业链之中制作其中一部分；部分是因为“会做但不是最好”而谋求全球分工合作的利益，主要是规模经济利益和专业化利益。[3]据统计，全球贸易中的2/3以上是由全球价值链推动的。[4]全球价值链的出现推动国际分工深化和协调产业转移，促进一国的经济发展。进口投入品和国内产品之间的互补性会导致生产率的提高，这与从较低价格或更高质量的国外投入品中获得的直接收益相比具有更大的意义。[5]

（二）中国经济增长与外循环的重要作用

对国民经济“内循环”“外循环”通常有两种理解。一种从国民经济核算的角度，将内循环理解为“内需”，相应地将外循环理解为“外需”；[6]另一种从产品市场和资源供给的角度，将内循环理解为向国内市场提供产品服务和使用国内生产要素，将外循环理解为向国外市场提供产品服务和使用国外的生产要素。[7][8]其中，内循环的含义和所指现实状况相对稳定，而外循环的特点和意义变化较大。下面就这两种角度分别做分析。

基于GDP支出法核算恒等式进行因素分解，是标准经济学分析框架中估算内需外需贡献的基准方法。支出法核算的GDP包含消费总额、资本形成总额、货物与服务净出口三部分。整体的增长可以分解为各个部分增长之和，各个部分的增长占整体增长的比重就是其对整体增长的贡献率。这种方法以消费和投资表示内需，以净出口表示外需，逻辑关系清楚。例如，一国如果投资5亿元，消费5亿元，出口2亿元，国内总产出就是12亿元；但如果同时还进口了2亿元，那么国内投资或消费中就有2亿元不是国内生产的，应剔除，即外需中的出口被内需中的进口抵消，贡献为零，国内总产出就是10亿元。但用净出口衡量的出口贡献是“净外需”，虽然精确反映了GDP核算中的恒等关系，却未能恰当反映国际贸易对一国经济增长的重要意义。一个简单的反问是：一个完全无国际贸易的国家，与一个有大量进口和大量出口但两者相等、净出口为零的国家，两者的增长机理相同吗？再看前面的举例，如果不发生2亿元进口和2亿元出口，国内的投资和消费很可能既达不到各自5亿元的规模，生产和消费结构也会不同。因此仅看净出口为零就认为外需没有贡献是很不恰当的。恒等关系只是增长结果的静态表达，隐含假设是总需求各个部分相互独立、互不影响，这明显不符合实际，反映不出各因素之间的动态关系。

基于产品市场和资源供给的角度，外循环（出口和进口）能够利用国外市场和国外资源，对经济增长、就业、结构升级和技术进步有多方面的重要意义，包括出口劳动密集型产品能够更多吸纳就业，出口商品参与国际竞争产生压力动力，出口获得外汇能够进口能源资源和先进技术设备，引进资金能带来先进技术和管理经验，对外投资能扩大海外市场，等等。这些具体表现将在后面做详细的分析。

这里我们用外贸依存度这个指标，从宏观上分析外循环在我国经济总体循环中的比重及其地位变化。外贸依存度定义为一国对外贸易总额与国内生产总值的比重，用于衡量该国经济增长与国外资源和市场的关联程度，比重的变化意味着外循环地位的变化。外贸依存度还可以分解为出口依存度和进口依存度。出口依存度即出口总额与国内生产总值之比，反映了国外市场的重要性；进口依存度即进口总额与国内生产总值之比，反映了国外供给的重要性。[9]

图1显示的是改革开放以来我国外贸依存度、出口依存度和进口依存度的变化。改革开放以来，中国的外贸依存度明显上升，从1980年的14.1%上升到2006年的最高值64.5%，2019年又回落至35.6%，但仍然显著高于改革开放初期的水平。出口依存度和进口依存度的变化也是相似轨迹。总体上看，外循环在国民经济中的地位显著加强，同时也呈现出从低到高再有所降低的波动。

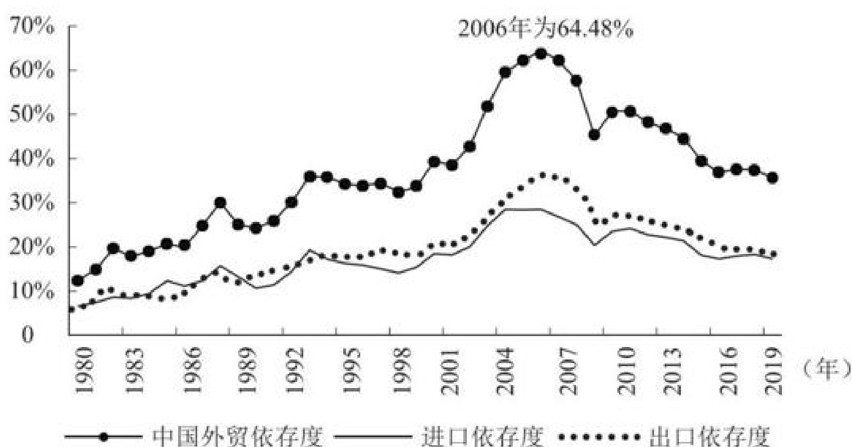


图1 中国外贸依存度

注：图中的贸易指货物贸易与服务贸易。
资料来源：世界银行。

（三）大国经济中的外循环：发展常态与特点

本部分做一点国际比较。下面图2、图3和图4分别列出改革开放初期、中期以及目前我国外贸依存度、出口依存度和进口依存度三项指标，并与人口1亿以上的大国进行比较。人口大国之间在市场规模、消费结构和产业体系等方面有相似性，可比性较强。

第一，大国外贸依存度普遍提高。过去40年，经济全球化较快推进，各国外贸依存度都有明显提高。图2、图3、图4显示，这些国家的平均依存度从1980年的28.1%，提高到2006年的46.9 %，后略有回落，2019年为43.1%。总体上看，对外贸易的地位显著提升，外循环的作用显著加强。

第二，中国外贸依存度排序上升位置正常。过去40年，中国外贸依存度在大国中排名由低至高再到中等水平。1980年，外循环在我国经济中地位较低，外贸依存度仅为12.42%，在所有大国排名最后，比大国平均外贸依存度28.19%低近16个百分点。2006年，我国外贸依存度较1980年提高近5.2倍，达到了64.48%，在所有大国中仅次于菲律宾，排名第二位，高出大国平均外贸依存度17.6个百分点，这也是外循环在中国经济中地位最为显著的时期。此后，外循环的地位又有明显下降，到2019年排名居中偏后，比大国平均外贸依存度低7.5个百分点。总体上看，外循环在中国经济中的地位符合大国的一般规律：在发展水平较低时依存度较低，在快速发展中排名显著提升，经济增长趋于稳定后排名也开始降中趋稳。2019年，美国的外贸依存度为26.39%，2018年日本为36.82%，[10]都低于大国的平均水平。

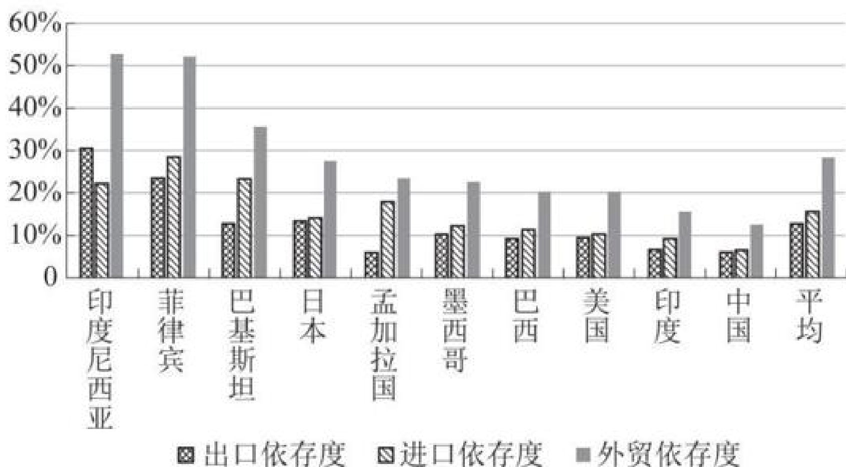


图2 1980年人口大国外贸依存度

资料来源：世界银行。

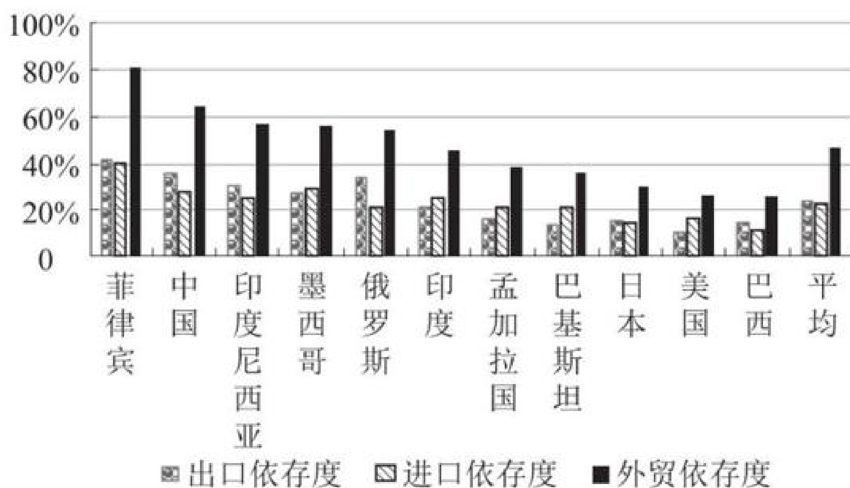


图3 2006年人口大国外贸依存度

资料来源：世界银行。

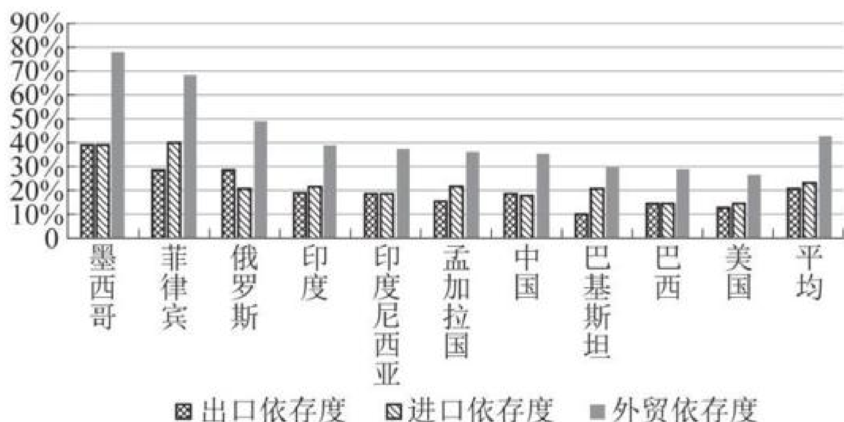


图4 2019年人口大国外贸依存度

资料来源：世界银行。

上述分析表明，从对外贸易对经济增长的影响看，外循环在中国经济过去40年增长中发挥了重要作用，目前处于大国的平均水平和正常状况。

现在，我国已积累了比较雄厚的物质基础，综合国力居世界前列。从经济总量看，2019年GDP总量已接近100万亿元，是世界第二大经济体，有了超大规模的经济基础。从产业体系看，我国是世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。从消费需求看，我国是全球第二大市场，中等收入群体超过5亿人，人均GDP迈过1万美元，可以提供国内产业所需要的各类市场。从科技能力看，我们的科技水平不断提升，研发规模达世界第二位，大规模生产能力可以有效分摊高额研发费用，使更多的创新在成本上可行。综合各方面条件，经济发展更多地转向依靠内循环，这既是过去几年的现实变化，也符合经济发展的内在规律。这个状况会相对稳定，中国增长呈现出大国在这个阶段的共同特点。

二、要素禀赋失衡、外循环赋能与资源均衡配置

（一）要素禀赋失衡与大规模外循环

改革开放的前30年，我国对外贸易高速增长，外贸依存度在2006年高达近64.5%，其中出口依存度更是高达36%。这对一个十几亿人口的大国来说，实属很高了。导致外循环“失常”高比重现象的主要原因，是

我国要素禀赋严重失衡，较快增加就业和经济持续较快增长，必须有大口径的外循环。

改革开放伊始，我国要素禀赋极度失衡，几种主要生产要素占全球的比重畸高畸低，其中：劳动力极为富裕，1980年我国劳动力占世界劳动力总量的比重高达22.4%；而资金和技术极为短缺，资本形成总额占全球资本形成总额的比重仅为2%，研发投入仅为0.5%；耕地、淡水和石油资源分别占7%、6%和1.5%。如此失衡的要素禀赋，无法将较多劳动力吸纳到现代经济部门，潜在巨量内需无法实现，高比例的劳动力在农业部门隐性失业，收入极低。

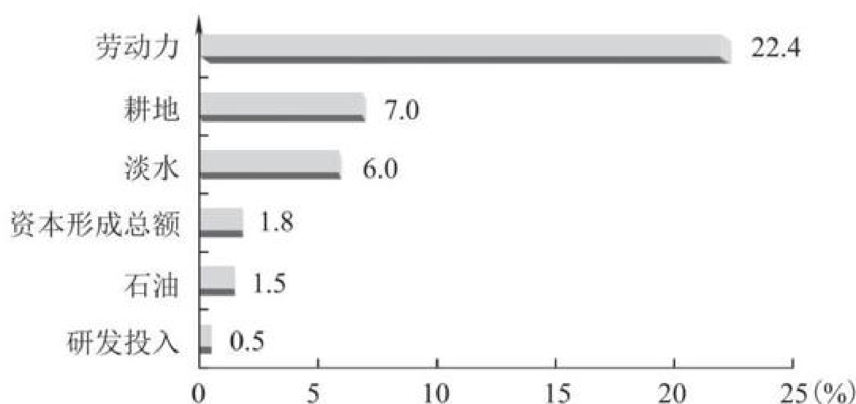


图5 1980年我国主要生产要素占全球比重[11]

此时，扩大外循环均衡要素配比就是必然选择。按照微观经济理论，当各种生产要素的边际产出相同时，要素配置的效率最高，因此需要尽快增加短缺要素的供给，提高全要素生产率。从供求理论看，短缺要素能获得较高回报，富裕要素只有较低回报，需要尽快增加资金和技术供给，提高劳动收入。按照要素禀赋理论，富含富裕要素的产品成本相对较低，在国际市场上有竞争力。这些理论分析的指向明确：我们应该大量出口劳动密集型产品，进口先进设备、原材料，引进资金和技术。大口径外循环拓展了内循环的生产边界，促进了经济持续较快增长。具体表现在以下四个方面。

1.外循环吸纳就业能力强

我国出口产业集中在劳动密集的产品和加工环节，吸纳就业能力明显强于面向国内的产业。在我们外循环比重最高的2006年，百万元工业

增加值的就业密度（就业人数/百万元增加值），工业全行业平均为6.73，而主要出口产业高得多，纺织业为12.74，服装、鞋帽制造业为18.29，家具制造业为14.12，皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业为17.36，文教体育用品制造业为21.52，通信设备、计算机及其他电子设备制造业为7.42。因此，扩大出口能够更高比例地扩大就业，在当时，同等规模的内需不可能吸纳如此多的劳动力（见图6）。

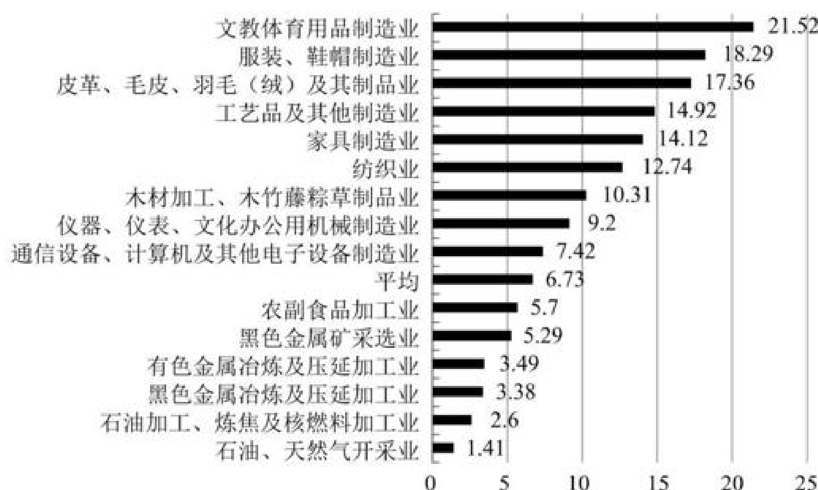


图6 每百万元增加值吸纳劳动力[12]

2.外循环提高低收入者收入

在很长时期内，沿海出口企业是我国农村劳动力向城市流动和增加收入的主要渠道。他们在出口部门获得的报酬也相对较高。笔者的研究表明，2004年，在沿海以出口为主的6个城市中，制造业中农民工的收入高出内地1/3以上。还有，外资企业中农民工的工资也明显高于同类内资企业。2007年，外资单位、国有单位和城镇集体单位职工平均工资分别为27942元、26620元和15595元。[13]这是一个较为普遍的现象：在发展中国家，出口型企业、外资企业提供的劳动报酬虽然远远低于其在母国的水平，但在东道国却是相对最高的。考虑到大量的流动劳动力原本是国内收入最低的群体，外循环对提高低收入者收入、改善收入分配有积极作用。

3. 外循环进口能源资源

出口得到的外汇能够进口短缺的能源和原材料，支撑国内产业发展。例如农产品进口可以看作是进口土地和淡水资源。据联合国粮农组

织的测算，21世纪初期以粮食贸易为载体间接交易的淡水量，相当于全球粮食生产用水的13%，日本通过农产品贸易进口的淡水量超过自身农作物灌溉用水。2006年我国进口大豆3150万吨，如果在国内种植需要耕地1810万公顷，相当于黑龙江省大豆种植面积的5倍。2018年我国进口大豆8803万吨，如果在国内种植需要耕地4633万公顷，相当于黑龙江省大豆种植面积的13倍。这些耕地资源可用于种植其他高经济价值农作物。总之，进口资源密集型产品显著缓解了我国短缺要素对发展的约束。

4.外循环引进先进技术设备

多年来，机电产品进口占我国进口商品的比重约为一半，主要是成套设备、关键单机和先进仪器仪表等，持续提升我国产业装备水平。高技术产品的进口比重也持续增长，其中包括投资品、中间产品和消费品三部分，对我国技术装备水平、最终产品水平和消费水平的提升有重要贡献（见表1）。

表**1** 历年进口商品结构变化[14]

年份	机电产品（%）	高新技术产品（%）
1985	43.6	
1990	40.2	
1995	44.8	16.53
2000	45.7	23.33
2005	53.1	29.95
2010	47.3	29.6
2015	48.0	32.6
2016	48.6	33.0
2017	46.3	31.7
2018	45.2	31.4
2019	43.7	30.7

资料来源：国家统计局历年统计公报。

总之，由于改革开放初期要素禀赋的严重失衡状况，高比例的外循环是中国发展模式的显著特点。

（二）要素禀赋变化与内外循环调整

在40年增长中，我国要素禀赋持续变化。劳动力净增长从缓慢到停滞再到下降，到2018年，劳动力占全球的比重降至20%。同时，投资能力持续快速增长，资本成为最富裕要素，我国资本形成总额占全球资本形成总额的比重已经高达26%，研发投入紧跟其后达到21.2%，两者的比重都超过了劳动力。几类自然资源要素的短缺则更为突出（见图7）。

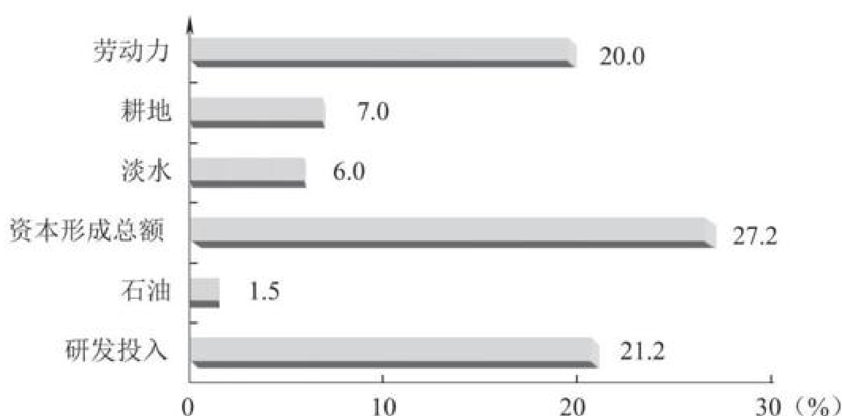


图7 2018年中国主要生产要素占全球比重[15]

比较图5与图7，我国要素禀赋结构明显变化，通过外循环解决劳动就业和引进资金技术的压力明显减弱。与此同时，耕地、淡水和石油资源短缺的问题更加突出。这就解释了为什么在最近十多年，中国的外贸依存度总体持续下降，但是石油、大豆等初级产品的进口却持续上升。

图8显示的是我国过去40年的石油进口依存度，即石油年净进口量占年石油消费量的比重。从2006年开始，我国石油进口依存度就超过60%，目前已经高达近80%，这表明国内石油供给量与我们庞大的经济体量对石油的需求明显不匹配，要依靠国际循环补充缺口。

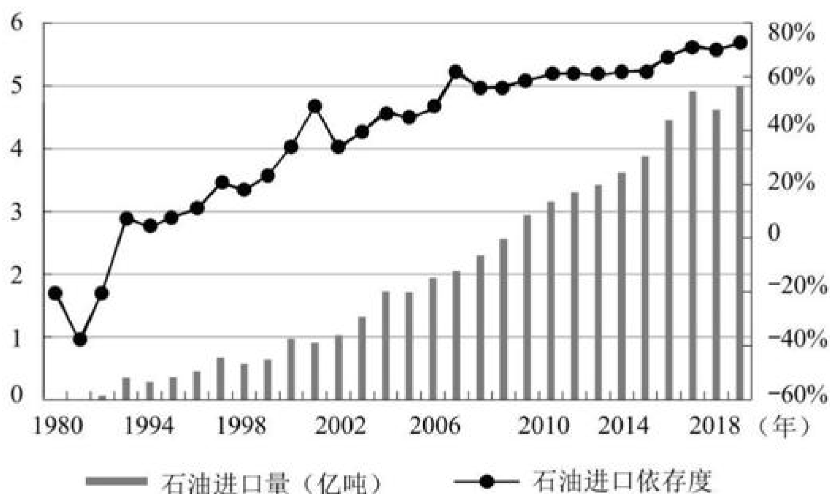


图8 1980—2019年中国石油进口量与石油进口依存度

资料来源：1980—2017年数据来源于《中国统计年鉴》与前瞻数据库，2018—2019年数据根据公开数据整理得到。

图9是过去40年中国GDP、对外贸易、吸收外资和对外投资分别占世界GDP总额、对外贸易总额、吸收外资总额和对外投资总额的比重，这组关系呈现出三段式特点，清楚地映射出国内要素禀赋变化对国内循环和国际循环的影响。第一段是20世纪80年代我国对外开放的初期阶段，对外贸易和吸收外资占全球对外贸易和外资流入的比重，低于我国GDP占全球GDP的比重，表明外循环对经济增长的带动作用有限。第二段是20世纪90年代和21世纪前10年，我国对外贸易占全球比重总体上高于GDP占全球的比重，吸收外资的比重更是超高，表明外循环对增长的带动作用显著。第三段是最近10年，对外贸易、吸收外资和对外投资的比重都低于GDP的比重，表明外循环的作用有所减弱。同时，最近10年，我国对外投资增长很快，占全球比重与对外贸易占全球比重相比高低互现，这个特点与图7显示的我国投资能力成为占全球比重最高的生产要素这个特点直接相关。资金作为国内相对富裕要素会在全球寻求更高收益的配置，可以预计，我国作为对外投资大国的地位还会继续上升。



图9 中国GDP、对外贸易、吸收外资和对外投资占世界比重

资料来源：中国GDP和对外贸易数据来源于世界银行，吸收外资与对外投资数据来源于联合国贸发会议。

总体上看，改革开放40年后，我国通过外循环均衡配置资源的压力减弱，经济规模也今非昔比，外循环已经带不动如此体量的内循环，内循环为主成为必然选择。

三、全球分工调整升级与双循环畅通高效

当下，全球范围内的产业分工继续扩展和深化，从产业链向创新链延伸。在信息技术支撑下，各国经济多链相连，结链成网，向立体形态演进。今后我们扩大开放，要从纠正要素禀赋失衡转为在更深层次和更高水平上参与全球分工，增强自主创新能力，提升国际竞争力。

（一）全球化在调整中发展，更多资源全球配置

1.制造业全球产业链的“内卷”与“回缩”

20世纪80年代初以来，跨国公司为了利用发展中国家的劳动力优势和市场优势，将产业价值链中可分解制造和组装的部分从发达国家转移到发展中国家，推动了全球分工体系的快速发展。经过30多年的发展，制造业全球化进程有所减缓，有些方面出现停滞甚至倒退。原因有以下几个方面。

第一，产业链全球分工有抵达“边界”的倾向。产品构造和技术结构决定了每类产品合理解构为不同部分在多国制造有其限度，越过这个边界，全球分工的收益下降、成本上升，再继续细分和转移的必要性、合理性下降。例如汽车产业，全球化最高的几种车型，海外制造的重要零部件已经超过100种，产业价值链上的国家超过17个。在技术和产品架构没有根本改变之前，很难设想再如同以往继续推进全球分工的细化和深化。

第二，产业链上东道国有“内卷”倾向。许多东道国特别是发展中东道国，初始阶段仅能接纳全球分工体系中的一小部分。随着本土生产技术的提升和人力资本的积累，这些国家开始力争在本土延伸产业链，提升价值链，构建相对完整的产品生产能力。这种努力一方面增加了本土制造部分在全球产业链中的长度和宽度，增加生产，扩大就业，提高收入；另一方面也导致全球分工体系的一部分转为本地体系，使全球产业链向部分国家内部收敛，从向外延伸转变为“向内卷起”。

第三，产业链上输出国有“回缩”倾向。这些国家推动“产业回归”和“再工业化”，力促其离岸生产转回母国生产。由于技术进步特别是自动化技术、人工智能等技术的发展，许多制造和服务环节由劳动密集型转变为技术和资金密集型，发达国家劳动力昂贵的制约因素被弱化，竞争力有所回升。因此，许多国家多年呼吁制造业回归但效果并不明显，因此彼时并不具备经济合理性。目前条件下，有了“回缩”的现实趋势。

上述几个变化，使得已经持续30年的大规模国际产业转移速度有所放缓，从海外撤回资金的速度有所加快。制造全球化进入了一个调整时期。

下面我们通过跨国指数的变化来说明上述变化。跨国指数由三个指标构成：第一个指标是海外资产比重，即跨国公司在海外的资产占其全部资产的比重；第二个指标是海外市场比重，即海外市场占跨国公司全部市场的比重；第三个指标是海外雇员比重，即跨国公司在海外的雇员占其全部雇员的比重。这三个指标的简单平均数，就是跨国指数。表2是2009年和2016年全球最大25家跨国公司的跨国指数。可以看出，2009年的跨国指数高达56%，其中两项子指标超过60%；到2016年，跨国指数有明显下降，三个子指标也全部下降。

表2 2009年与2016年跨国指数

	2009 年跨国指数（%）	2016 年跨国指数（%）
海外资产比重	60.20	52.24
海外市场比重	61.63	53.07
海外雇员比重	46.89	41.26
跨国指数	56.67	48.86

资料来源：江小涓. 科技全球化改变世界：趋势与特点[J]. 内部讨论稿.

2. 服务业全球产业链加速延伸

在制造业全球价值链分工有所减速的同时，服务全球化继续推进。在金融行业，过去40年，跨国并购、跨国证券投资、跨国借贷等快速增长。其间，每一次全球经济和金融危机，都伴随着较大规模的跨国金融交易，因为出现危机的国家、企业和金融机构，内部危机深重，需要借助外力克服困难走出困境，这就促使金融全球化持续推进。2008年金融危机后，多国银行系统的全球化程度明显提高。再如，许多生产性服务业都是高度全球化的，特别是借助数字技术，研发全球化、资产管理全球化、生产者服务平台全球化等新的全球化形态和商业模式实现了快速推进。这些进展推动服务贸易快速发展，在制造业贸易占全球比重上升停滞时，服务业占世界贸易总额的比重持续上升。

3. 科技全球化与全球创新链加快发展

科技全球化是指技术和技术创新能力大规模地跨国界转移，科技能力中越来越多的部分跨越国界成为全球性的系统。随着科技全球化的发展，对各类国家、各类企业来说，外部技术资源的重要性总体上增加，形成国际技术合作和创新网络。

过去30年，由于以下原因，全球科技创新合作日益密切。

首先，独自创新难度加大。技术升级的速度加快，技术系统的复杂性增加，新技术新产品研发费用上升，而产品生命周期却在不断缩短。最近几十年，研发活动的生产率呈现下降趋势，相同水平的技术进步需要越来越多的研发投入。笔者此前的研究表明，当代的创新投入与以前的创新投入，在产出效率方面并没有提高。[16]不断下降的研发生产率要求研发投入必须更快增长，使得企业独自开发新技术日益困难，不可持续。例如大家耳熟能详的摩尔定律表明，计算机芯片上的晶体管数量将每两年增加一倍，然而今天要将芯片密度增加一倍，需要的研究人员比20世纪70年代初期增加了18倍，劳动生产率明显下降。[17]在这种情

形下，以专业化分工与合作提高创新活动的劳动生产率，就成为业界的共识和行动。每个专业化研究团队只专注于研发中的某个部分，以提高研发效率，多个团队通过合作协同完成整体任务，由此形成了全球性的研究和创新网络。

其次，信息技术提供了合作创新的新方式。现代信息技术能够将相距遥远的创新专家联系在一起，并用数字化方式实时共享研发进程。世界知识产权组织采用大数据方法追踪了世界上最大的科技集群，研究全球范围内的创新如何相互交织在一起。研究发现，21世纪之前，仅三个国家（美国、日本和德国）就贡献了全球所有专利活动的2/3；若将其余西欧经济体包括在内，这一比例则达到90%左右。然而在21世纪，特别是最近10年，借助全球研发网络，世界其他地方贡献了所有专利活动的1/3以及科学出版物的一半。[18]

一个常见的误解是，利用外部技术资源的国家都是本身自主技术能力不足的国家。而实际情况是，技术出口大国往往也是技术进口大国，只有双向高度参与全球创新链，才能为自已带来最强的技术能力。图10显示的是美国、中国和印度三国信息和通信技术专利进出口情况。可以看到，美国的专利进口和出口大致平衡，中国和印度都是出口明显大于进口。这并不能说明中国和印度的信息和通信技术产业水平高于美国。美国这样的技术强国却大量引进技术，这并不难理解。在代表最高技术水平的产业中，产品各部分都需要达到相应的高水平，如果是大型复杂产品系统，整机企业、关键设备企业、零部件供应商等产业链中的各部分，技术水平和产业特性需要同步迭代和平行发展。越是最高水平的产品，越是需要集成全球最高水平的技术能力，因此这类产品的全球技术网络密集。由此，最终产品生产国往往既大量出口高技术产品，又大量进口高技术零部件，成为全球创新链中的双向贸易大国。美国信息和通信技术产业水平高，一个重要原因就是大量从全球获得高水平技术资源。

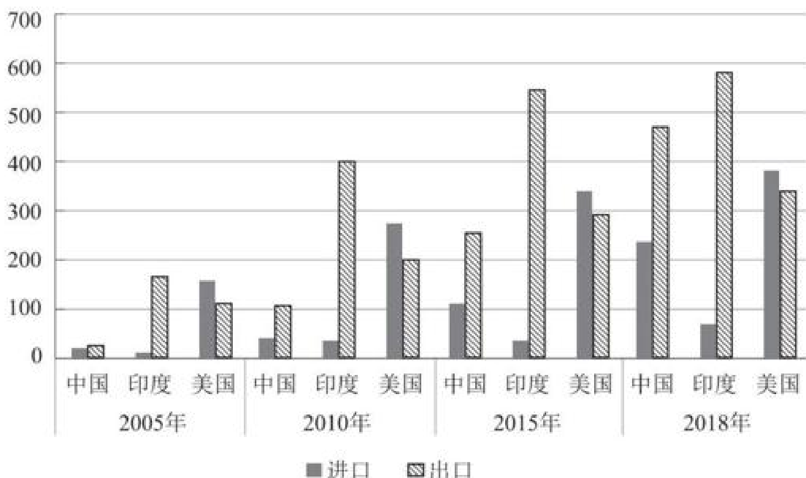


图10 中、美、印三国信息和通信技术专利的进口与出口

资料来源：联合国贸发会议。

（二）畅通内外循环，双向集成全球资源

全球化的历史表明，每次全球经济出现较大波动之后，就会有更多资源在全球范围内进行重组，这正是“好的国家和企业”加快发展的机遇。可以预计，在新冠疫情得到控制、全球发展进入“疫后时期”后，全球产业重组会比“正常”时期更为密集活跃，在全球市场上配置的资源也会更多。国内产业应该以更大力度畅通内外循环，在更多领域中集成全球资金、知识、技术、信息和人力资本，加快提升自身技术水平，提高国际竞争力。

1.内向集成全球资源

经过几十年发展，我国国内资金供给能力显著增强，出现了不再需要引进外资的观点。然而，从全球化实践看，全球资源配置远远超出了“互通有无”“多余出口，短缺进口”这个角度。在全球资金流动中，资金充裕国家既大量对外投资，也大量吸收外资。美国是全球资金供给最充分的国家，是对外投资最多的国家，同时也是全球吸收海外投资最多的国家。这是因为资金流动的意义远不只是调节各国的资金盈缺。资金流动对投资者来说，是风险扣除后回报最高的投资机会；对融资者来说，是成本最低的资金来源。[19]在全球投资者看来，综合考虑安全性、流动性和收益性，投资美国是合理选择。从微观层面看，在每一个

细分市场上，各个企业持有的优势资源是不同的。每个企业要在激烈的竞争中不断增强自身优势，都需要不断重组内外部各种资源。从我们的情况看，现在我们吸收外资投资，主要并不是为了带来资金，而是要获得随资金流入的各种竞争要素，如技术、全球网络、经营理念、研发能力等。从图11可以看到，外商投资企业在我国各类技术活动水平均高出全国平均水平，表明吸引外资带来了较多的技术资源，外商投资企业成为带动我国技术向更高水平创新阶段迈进的重要力量。



图11 2016—2018年外商投资企业对全国规模以上制造业企业产品工艺创新贡献度

注：外商投资企业各项数据包含港澳台投资企业数据。
资料来源：国家统计局。

2. 外向集成全球资源

国内企业的对外投资快速增长，走出去在全球集成资源，这也是可以预期和分析的现象。

第一，提高资金收益。国内资金成为相对充裕的生产要素。我国持续多年的高积累率，存量资本和每年新增储蓄达到巨大规模。2018年，我国资本形成总额达到39.7万亿元，约合5.4万亿美元，占全球资本形成总额的比重已达27.2%。与我国6%的淡水资源、7%的可用土地资源、5%的能源资源相比，甚至与20%的劳动力资源相比，资本已经是充裕要素。相对于土地、淡水、环境容量等自然资源的日益稀缺，面对日益提高的劳动力成本，相当部分的资金继续在本土配置，会达不到最佳状况，降低资金收益。在这种情况下，投资者开始向外转移，寻求有更高

回报的投资地点，这是资本追逐利润的必然结果。这种转移有利于阻止本土投资收益率的持续下降，稳定资本收益。因此，对外投资加速有其内在的强劲动力。从图12可以看出，中国作为跨国投资东道国的地位和作为跨国投资输出国的地位，已经显现出替换趋势。



图12 1980—2019年中国对外直接投资与实际利用外资

资料来源：国家统计局。

第二，缓解产能过剩。我国过剩产能中有相当一部分技术和产品并不落后，适应一些发展中国家的市场需求。通过对外投资重新配置这些生产能力，是促进国内结构调整的重要途径。从一些发达国家和先行的发展中国家的经验看，当它们处于我们现在这个结构转换期时，也将大量设备向海外转移，促进国内结构调整和升级。

第三，贴近市场。这对复杂产品和成套设备至关重要。这类商品以出口方式进入国际市场的一个重要缺陷，是生产不能贴近市场，不能及时按用户要求提供个性化的设计、制造和售后服务，某些产品的竞争力因此而打折扣。“走出去”在当地设厂生产，能够使低成本的优势和贴近市场的优势叠加，增强产品的竞争力。与此同时，近些年来我国出口商品面临的贸易摩擦增多，企业出口成本上升，出口前景不稳定，从出口转向对外投资是许多企业的应对之策。[20]

3. 发挥产业链中的优势

前文我们说过，全球产业链的形成，部分是因为链上的国家“不会全

部制作”，只能加入全球产业链中制作其中一部分；部分是因为“会做但不是最好”，从而谋求全球分工合作的利益。[21]两种因素今后都会继续存在。特别是科技全球化继续推进，高技术产品越来越复杂，技术与产品迭代越来越快，不同部分的制造者发挥特长接续生产，互为供求，将继续成为常态并得到加强。[22]

经过多年开放式发展，我国在全球产业链中的地位超过了我们在全球GDP中的地位。图13展示了中、美、德三国在全球产业链中的重要性，图中国家所在的圆圈大小表示其在全球产业链中的相对地位。可以看出，我国在全球产业链中的地位排名第一，超过我国GDP在全球第二的排名。与任何国家相比，我国产业在全球产业链上的份额最大，在全球产业链中已经有重要位势。许多产业较高比重的市场和资源在国外，必须内外循环畅通整个产业才能有效运转。同时，全球产业链的波动对我们影响也最大。因此，推动全球产业链发展和维护全球产业链安全，是与我们自身发展直接相关的重大利益。

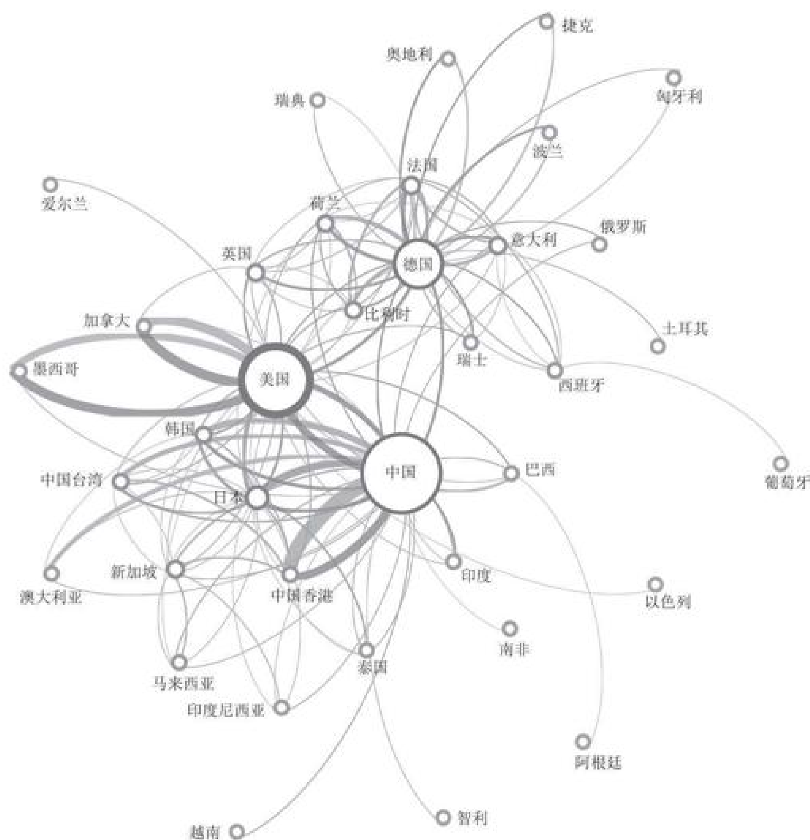


图13 全球以贸易量衡量的生产中心经济体情况

资料来源：世界银行：2017年全球价值链发展报告[R/OL]. https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/gvcs_report_2017.pdf.

4.增强在创新链中的地位

21世纪以来，中国在全球创新网络中的地位显著提升。全球创新网络在很大程度上是通过企业研发的国际化形成的。跨国公司是全球创新网络的重要载体。[23]据笔者对在华跨国公司研发机构的调研，这些研发机构已经从20世纪末期的“母公司技术当地化服务”为主，转向21世纪前10年的“母公司技术当地化服务＋研发适合当地新产品”，再转向最近10年的“母公司技术当地化服务＋研发适合当地新产品＋参与公司全球研发网络”三者并重。世界知识产权组织的调研也显示出中国在跨国公司全球研发网络中重要性的提升，20世纪最后10年，在全球创新网络中，中国只贡献了大约1%的专利，而在2015—2017年，中国贡献了大约15%的专利（见图14）。中国的一些城市更是成为全球创新合作网络中的关键节点，在信息和通信产业全球十大创新网络中，北京、上海都已经处于其中（见图15）。因此，推动全球创新链发展并更多地融入其中，对我们有重要意义。与此同时，全球创新链的波动和断裂对我们的影响也可能很明显。

今后一段时期，全球创新链还将发展，我们的机会依然很多；同时，利用断链方式打击我国在制高点上的创新能力，也会时常发生。在这种复杂情形下，我们不应该做极端化的选择，而要以最大努力参与到全球创新链中，获得全球创新分工的利益，同时以最大努力自主创新，形成“对赌”及“备胎”能力，提高应对断链事件、保持技术供给可持续的能力。

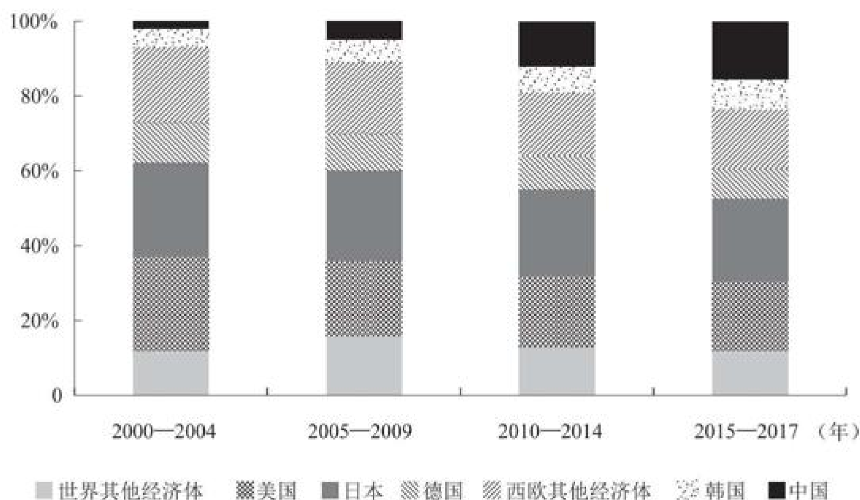


图14 全球创新网络中专利的国家分布及变化情况[24]

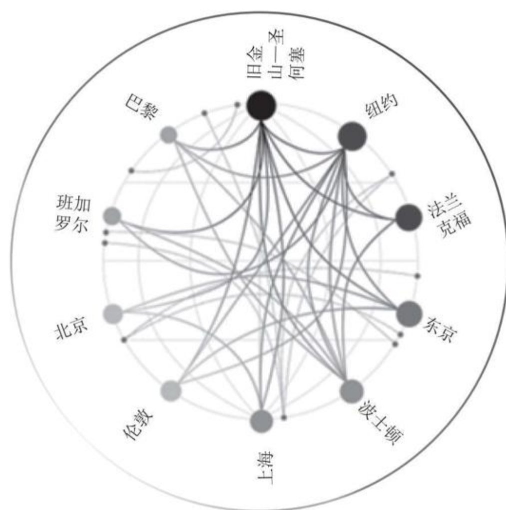


图15 全球创新网络中中国的位势：北京、上海进入信息和通信产业前10名[25]

（三）数字技术时代的双循环与主导性

1.数字技术提升双循环稳定性和安全性

我国数字经济快速发展，越来越多的产品、企业和产业进入数字时代。今后数字经济将继续全面发力，数字化消费将向新领域延伸，继续创造重量级新消费形态。在数字经济发展中，我国产业处于有力的竞争地位。数字经济的规模效应和范围效应极为显著，这源于许多数字产品

和服务的初始成本很高而边际成本很低，大市场有明显优势。我国人口数量最多，接入互联网的绝对人数和相对比例都很高，网民规模、手机网民规模和社交网站活跃用户分别超过10亿、10亿和7亿，远远超过任何一个国家，也超过美国和欧洲相加的数字，滋养培育出了许多全球极具竞争力的数字企业。

对双循环来说，更重要的是数字化将向产业链、销售链扩展，提升全链条资源配置效率。数字化网络平台能够聚合产业链上多环节、多种类企业和多种生产要素，为各方提供多种类型的交互机会，提供业内所需的各种服务。在特殊时期，如此次新冠疫情期间，当原有的产业链断裂时，平台可以智能化地在供需双方之间进行匹配，迅速寻找替代或调整方案，快速补链接链。与传统的线下单点连接的产业链相比，数字化平台能形成多点连接的产业网链，使全球分工体系的稳定性和安全性大大提高。

2.我国数字化企业优势明显

在我国，数字产业仅在国内市场就能同时获得规模和竞争的双重效益，迅速提升服务和技术水平，成为有全球竞争力的产业。[26]近些年，我国形成一批在国内外都堪称行业标杆的先进数字制造企业。从2018年开始，世界经济论坛与麦肯锡合作评选领跑第四次工业革命的“灯塔工厂”，这些工厂分布于全球各地的各个行业，通过全面应用数字技术，优化业务流程，改变了生产部门员工的工作方式和技术利用方式，实现了运营系统的创新。其中，中国上榜企业最多，达到16家，占比29.63%（见表3），灯塔工厂的国家分布见图16。这充分表明了40年来我国企业的发展与进步，展示了以我国企业为引领组建或推动全球数字化产业链、创新链的乐观前景。

表3 54家“灯塔工厂”中的中国境内企业（截至2020年9月）

工厂名称	所属行业	公布时间
阿里巴巴犀牛智造	科技公司＋服装行业	2020.09
美光科技	半导体存储器行业	2020.09
美的集团	家电行业	2020.09
联合利华	家化行业	2020.09
宝山钢铁	钢铁制品	2020.01
福田康明斯	汽车行业	2020.01
海尔沈阳冰箱互联工厂	电器	2020.01
强生 DePuy	医疗设备	2020.01
宝洁	消费品	2020.01
潍柴	工业机械	2020.01
上汽大通 C2B 定制工厂	汽车制造	2019.07
丹佛斯商用压缩机工厂	工业设备	2019.01
富士康	电子设备	2019.01
博世	汽车零部件	2018
海尔中央空调互联工厂	家用电器	2018
西门子	工业自动化	2018

资料来源：根据世界经济论坛（WEF）2020年9月25日发布的报告“Global Lighthouse Network:Four Durable Shifts for a Great Reset in Manufacturing”整理所得。网址：https://www.weforum.org/whitepapers/global-lighthouse-network-four-durable-shifts-for-a-great-reset-inmanufacturing。

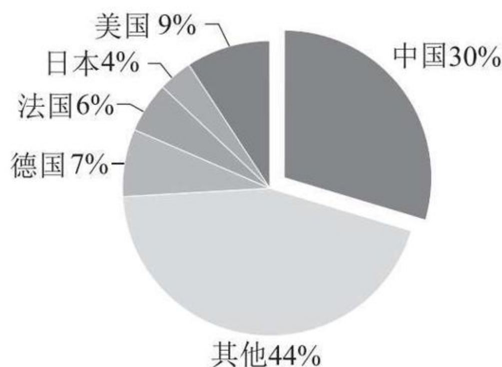


图16 主要国家“灯塔工厂”数量

注：其他国家包括爱尔兰、巴西、沙特阿拉伯、土耳其、新加坡、意大利、印度尼西

亚（以上国家均有2个“灯塔工厂”）；阿联酋、丹麦、芬兰、韩国、荷兰、捷克、罗马尼亚、瑞典、印度、英国（以上国家均有1个“灯塔工厂”）。
资料来源：笔者根据世界经济论坛与麦肯锡共同撰写的《全球“灯塔工厂”网络：来自第四次工业革命前沿的最新洞见》整理所得。

四、深化改革开放和更高水平双循环

（一）以高标准市场体系促进高质量内循环

我们需要的内循环是高质量的内循环，以下几个方面的改革需要加快推进。

1.更好发挥竞争政策的基础性作用

畅通内循环，首先要解决好国民经济循环中供给与需求的匹配问题。过去多年我们处于数量扩张为主的时期，以大量的资源投入扩大生产能力，带动增长。现在我们进入增长质量提升时期，不仅要投入生产要素，还要决策怎么优化结构、怎样提升全要素生产率、如何在激烈的竞争中获得发展能力。政府补贴困难企业在特殊时期可能确有必要，长期实施这类政策就是扶持低效率和无竞争力的企业，而这些企业原本应该通过竞争被淘汰，否则不利于提升资源配置效率。今后要更多发挥竞争政策的基础性作用，培育公平竞争环境，让市场机制更多发挥配置资源的基础性作用，促进好企业做大做强，提升整个产业的竞争力，实现高质量的内循环。

2. 优化内需结构，扩大消费比例

以前我们生产的很大部分提供给国外消费者，当外需重要性下降时，提高国内居民消费率很重要，这是中国内循环为主带动持续发展的重要因素。过去多年，我国最终消费率和居民消费率都明显低于世界平均水平和发展中国家的平均水平，最近几年有所上升，2019年达55.4%，[27]但还是低于同期世界平均水平（78.71%）和发展中国家水平（73.9%）。长期低消费率、高投资率，大量生产能力失去需求支撑，产能大量过剩，企业效益下降，金融风险加大。提高消费率，要从促进就业、提高收入和改善收入分配、完善鼓励消费政策、完善社会保障制度等方面着手，短期刺激政策和长期制度安排相结合。[28]其中尤为重要的是，出口产业是农村转移劳动力的主要就业岗位和收入来源，外需减少对这部分群体会产生更为明显的影响，需要更大力度的制度和政策措施保障其就业和收入，包括改革城乡二元土地制度，加快推进农

村集体建设用地入市和宅基地流转，赋予农村居民更多的财产权利，增加财产收益。农地入市、宅基地流转获取的收入，应优先用于完善相应地区农村人口的社保体系，解除后顾之忧，使他们与城里人一样不再依赖于土地保障，而是有更为有效和稳定的社会安全网托底，提高其消费能力和实际消费水平。

3.积极推进人口城镇化

加快新型城镇化进程是扩大内需的重要举措。以往多年，城镇化滞后于工业化，大批农村户籍的劳动力支撑了工业化进程，却不能完全进入相应的城市型消费之中，消费增长相对缓慢。要加快流动人口的市民化进程，促进与城镇稳定生活条件相匹配的多种消费增长，释放出大量需求，包括服务消费需求、城市建设和住宅需求，科技、教育、卫生、文化服务的需求等。[29]这是巨量需求空间，也是改善民生的重大举措和促进社会公平的根本性改革。城市规模、城市结构、城市容积率、社区布局、产业布局等，都要充分考虑与新市民需求的匹配度，加快推进住房、教育、医疗、社会保障等基本公共服务的均等化，健全财政转移支付同农业转移人口市民化挂钩机制，打通农村社保和城镇居民社保的衔接。长期看，户籍制度应逐步转为人口居住地登记制度。

（二）以高水平开放体制促进高质量外循环

1.向“中性”开放体制转变

改革开放以来，我们的开放政策一直倾向于鼓励出口、限制进口，鼓励资金流入、限制资金流出，倾向于给外资企业更多优惠。这种倾向性是由我国国情、发展阶段和产业竞争力决定的，也是许多国家在相同发展阶段采用的战略。经过40年改革开放，各方面的条件和环境已经发生很大变化，社会主义市场经济体制初步建立，我国经济发展进入一个新阶段，可以向“中性”开放体制转变，更有效地利用两种资源、两个市场。

一是在出口和进口之间保持“中性”。通过出口扩大市场、获得规模经济和分工的益处，与通过进口引进各种资源、提升国内产业技术水平和竞争力，两者同等重要。二是要在吸收外资和对外投资之间保持“中性”。吸收外资带来的资金、技术、先进产品、管理经验等，与对外投资带来的投资收益、出口扩大、当地生产和技术获得等，两者同等重要。三是要在外资企业和内资企业之间保持“中性”。两类企业都能促进国内

经济发展和国际竞争力的提升，公平竞争能筛选出综合竞争力较强的企业，促进整个产业提升效率和竞争力。“中性”有利于市场在全球资源配置中发挥决定性作用，提高资源配置效率，实现高质量的外循环。

2. 从政策性开放转向制度性开放

40年来，我们针对不同时期、不同地区、不同行业，用差别性的政策引导开放。经过多年改革开放，我们基本具备了制度性开放的条件和环境，今后要致力于使制度性开放体制更加完善和相对定形。要继续完善涉外经济法律法规体系，坚持各类经济主体地位平等、对各类财产权平等保护的原则，提高法律实施和执法水平。在制度设计过程中，要立足国情，也要开放借鉴。开放型市场经济不少国家已经实践多年，我们不需要也不可能从头开始不断试错，而是应该结合国情充分借鉴，少走弯路。

3.深入研究高水平贸易规则的影响

由于世界贸易组织主导的多边体系作用减弱，一些新的高标准贸易协定出现。2018年以来，美国、欧盟和日本等先后签署了一些高标准自由贸易协定，如日欧EPA（经济伙伴关系协定）、美墨加协定、欧加FTA（自由贸易协定）、CPTPP等。这些贸易协定涉及零关税、服务业开放、服务贸易、电子商务及市场准入、知识产权保护、环境保护等，这些协定全部生效后，将覆盖55%以上的国际贸易和国际投资，推动相关领域新一轮全球化进程。我们继续扩大开放，绕不过这些方面的要求。在开放制度建设中，一方面要着眼于国际经贸体系和贸易投资规则的调整，及早研究这些标准的影响和对策，推进建设与其相衔接的制度体系；另一方面要着眼于我们自身优势、特点和需求，推出我们主导的高标准规则体系，在进一步的开放中有匹配度和掌握主动权。

（三）以高起点改革创新，促进双循环均衡高效可持续

1.加快要素市场改革

在双循环中，国内基本经济变量失衡和市场扭曲带来的影响超出国界，负面影响被放大。例如当价格不能及时反映某种要素的市场供求和机会成本时，企业就会超量使用，还会大量出口。再如，国内企业可以在国内融资，可以引进外资，还可以到海外投资，如果国内金融业配置资金的效率不能有明显改善，国际投融资行为就会超常发生。还有，海

外各大证券市场都在努力成为中国优质企业上市地点，各个交易所都在积极争抢中国的上市资源。如果我们的证券市场不能做到高效透明规范，我们的优质企业就会到海外上市。今后改革要有高起点，纠正要素市场上的种种制约和扭曲，才可能在国内国际双循环中高效配置资源。

2.加快企业改革

当企业可以在全球市场配置资源时，国内企业改革不到位产生的不当行为会蔓延到国外市场。例如，以往出现的国有企业在投资经营中重扩张轻风险、导致企业大量亏损的行为，有可能伴随着我国企业海外投资的增加而大量出海。要加快企业改革，平衡“动力”和“约束”机制，使内需外需都能够建立在有效控制风险的基础上。要对所有企业一视同仁、平等对待，制定并实施对所有企业平等保护、公平竞争的法律和政策，任何企业都不能从免于竞争的保护中获取特殊利益，消除由不公平竞争引起的国内国外资源错配。

3.加快自主创新

现在，我们想以引进方式获得“跟跑”中的尖端技术，难度越来越大。当前国际环境中的负面因素导致这类问题集中浮现，但其深层原因在经济理论中是可分析、可预测的。尖端技术市场属于寡头甚至垄断市场，持有方有控制力。而我们除了“最大的用户和市场”这个优势，往往并不具备“相互持有撒手锏”这种互惠和“对赌”能力。这些与以前大量引进“竞争性”技术的情形有本质不同，因此不能寄希望于国际环境改善能带来问题的根本解决。同时，我们“并跑”“领跑”的技术不断增加，技术开发进入高度不确定状况，无人领航，无产业链条，市场需求不明，甚至不知是否有人跟随。今后的科技创新，需要同时发挥好市场和政府两只手的作用。一方面，要更好发挥市场在技术研发领域配置资源的基础性作用，特别要发挥民营企业和新型研发机构的重要作用。经验表明，民营经济在高技术领域的创新具有更大潜能。另一方面，政府要加大基础研究投入，持之以恒地支持原创性研究，为技术创新提供源泉。要发挥集中力量办大事的制度优势，对“卡脖子”的关键环节开展集中攻关。要促进创新要素市场化配置和聚集，打破体制机制和政策上的束缚和阻隔，推动创新要素在全国范围内合理流动、优化配置。还要加强创新基础设施建设，加强人才培养，加强知识产权布局和保护，支持标准制定，加大政府采购力度，等等，形成良好的创新环境。

4. 加快创造更好的发展环境

促进更高水平的双循环，政府要从传统的制定产业政策为主向营造高质量竞争环境为主转型。致力于维护市场秩序、反垄断和不正当竞争、提升要素供给质量、研究和发布行业发展信息等，依照法律从环保、节能、产品安全和国家安全等角度进行必要的行业准入管理。大幅度减少或取消产业补贴，必要的补贴要提高透明度，符合公平竞争原则。总之，要以更大力度推进市场体系和竞争制度建设，营造适应高水平双循环要求的发展环境。

综上所述，本文的分析表明，内需为主、外需赋能、双循环畅通，是我们今后发展阶段的新特点。促进两个循环更加协调、更高水平、更可持续，是国内改革和对外开放的长期目标和战略任务。

---

[1] 本文作者江小涓系清华大学公共管理学院院长，全国人大常委会委员、社会建设委员会副主任委员；孟丽君系清华大学公共管理学院博士后。

[2] 李晓华. 对华为禁运与全球价值链的崩塌风险[EB/OL]. [2019-05-24]. https://baijiahao.baidu.com/s?id＝1634418910643598431&wfr＝spider&for＝pc.

[3] Los，B.，M. Timmer，and G. de Vries.，“How Global Are Global Value Chains? A New Approach to Measure International Fragmentation，”*ournal of Regional Science*，vol.55，NO.1，2015，pp.66-92.

[4] 参见联合国贸易和发展会议（UNCTAD）：“World Investment Report 2013:Global Value Chains，Investment andTrade for Development”，2013年6月26日，https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf。

[5] Goldberg，P. K.，A. K. Khandelwal，N. Pavcnik，and P. Topalova，“Imported Intermediate Inputs and Domestic Product Growth: Evidence from India，” *The Quarterly Journal of Economics*，vol.125，NO.4，2010，pp.1727-1767.

[6] 徐奇渊. 双循环新发展格局：如何理解和构建[J]. 金融论坛，2020（9）.

[7] 王建. 走国际大循环经济发展战略的可能性及其要求[J]. 动态清样（新华社内部刊物），1987.

[8] 汤铎铎，刘学良，倪红福，杨耀武，黄群慧，张晓晶. 全球经济大变局，中国潜在增长率与后疫情时期高质量发展[J].经济研究，2020（8）.

[9] 除了用外贸依存度表示外循环的地位和贡献，还有学者用出口贸易增加值等其他方法来表示。相关分析可以参见：沈利生、吴振宇（2003），王直（2007），刘亚军（2010）。

[10] 2015—2018年，日本外贸依存度均在30%以上，预计2019年日本外贸依存度在30%左右。

[11] 江小涓. 新中国对外开放70年[M]. 北京：人民出版社，2019.

[12] 江小涓. 大国双引擎增长模式——中国经济增长中的内需和外需[J]. 管理世界，2010（6）.

[13] 江小涓. 中国开放30年：增长、结构与体制变迁[M].北京：人民出版社，2008.

[14] 1992年以前，我国高新技术产品进口数量较少。

[15] 江小涓。新中国对外开放70年[M]. 北京：人民出版社，2019.

[16] 江小涓. 高度联通社会中的资源重组和服务业增长[J]. 经济研究，2017（3）.

[17] 世界知识产权组织. 2019世界知识产权报告：创新版图，地区热点和全球网络[R].

[18] 世界知识产权组织. 2019世界知识产权报告：创新版图，地区热点和全球网络[R].

[19] 江小涓. 中国开放30年：增长、结构与体制变迁[M]. 北京：人民出版社，2008.

[20] Ma, A. C., and Ari Van Assche. 2010. “The Role of Trade Costs in Global Production Networks Evidence from China’s Processing Trade Regime.”World Bank Working Paper 5490, World Bank, Washington, DC.

[21] Los, B., M. Timmer, and G. de Vries. 2015. “How Global Are Global Value Chains? A New Approach to Measure International Fragmentation.” *ournal of Regional Science*，vol.55, NO.1（2015）, pp.66-92.

[22] Keller, W., and S. R. Yeaple. 2013. “The Gravity of Knowledge.”*American Economic Review*, vol. 103, NO.4（2013）, pp.1414-44.

[23] Branstetter, L., B. Glennon and J.B. Jensen.“Knowledge Transfer Abroad: The Role of US Inventors within Global R&D Networks.”Working Paper No. 24453. Cambridge,MA: National Bureau of Economic Research, 2018.

[24] 世界知识产权组织. 2019世界知识产权报告：创新版图，地区热点和全球网络[R].

[25] 世界知识产权组织. 2019世界知识产权报告：创新版图，地区热点和全球网络[R].

[26] He, S., G. Fallon, Z. Khan, Y.K. Lew, K.H. Kim and P. Wei,“Towards a new wave in internationalization of innovation? The rise of China‘s innovative MNEs, strategic coupling, and global economic organization.”*Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol.34, NO.4(2017), pp.343-355.

[27] 最终消费率和居民消费率数据来源于世界银行，其中世界平均水平最终消费率包括175个国家，发展中国家主要包括：中国、马来西亚、巴西、埃及、印度、菲律宾、俄罗斯、泰国、印度、孟加拉国。

[28] 李实，Terry Sicular，Finn Tarp. 中国收入不平等：发展、转型和政策[J]. 北京工商大学学报（社会科学版），2020（4）.

[29] 郑得坤，李凌。城镇化，人口密度与居民消费率[J]. 首都经济贸易大学学报，2020（2）.

如何完成金融市场化改革

黄益平[1]

一、经济发展新阶段的金融挑战

我国在2021年实现第一个百年目标之后，下一个目标是到2035年基本实现现代化，并最终在2049年实现第二个百年目标，建成社会主义现代化强国。与过去四十几年的经历相比，未来15～30年的经济发展环境会发生很大的变化。第一，我国已经从改革初期的低收入经济体变成中高收入经济体，2019年人均GDP达到10410美元，已经非常接近高收入经济的门槛。第二，过去世界经济处于全球化的过程中，投资和贸易体系不断开放，但未来国际经济体系如何演变，存在很大的不确定性。第三，中国在改革开放的头30年享受了人口红利，劳动年龄人口比重持续上升，抚养比不断下降，不过自2010年开始，人口红利已经逆转，老龄化成为一个重大挑战。

低成本优势对于支撑过去几十年的经济发展发挥了十分重要的作用。1978年，中国是全世界最贫穷的经济体之一，人均GDP只有200美元左右。由于生产成本极低，只要能够生产出有一定质量的产品，就具有很强的国际竞争力。在改革开放的头30年，虽然生产成本和产品质量在不断提升，但低成本优势这个基本特点并未改变。未来15年中国经济如果能够保持可持续增长，其发展轨迹将会发生重大变化：成本大幅提高之后，创新就变得更为关键，这样才有可能保持竞争力；国际市场扩展空间收窄，国内需求要发挥更大的作用；老龄化减少劳动供给，人工智能的重要性提升；归根结底就是增长模式要从要素驱动型走向创新驱动型。

但当前的金融体系尚不能完全适应经济增长模式的转变。改革开放刚刚开始的时候，中国只有一家金融机构，即中国人民银行，它既是中央银行，也是商业银行。这主要是因为在计划经济年代，资金的调配都是由中央计划决定的，对金融中介的需求很少。但改革就意味着中国经济要逐步走向市场经济，金融功能变得不可或缺。因此，从1979年开

始，政府就开始建立中国银行、中国农业银行等国有专业化银行以及一批全国股份制商业银行。1984年初，原来的中国人民银行一分为二，商业运营部分成为今天的中国工商银行，而宏观管理部分则成为新的中国人民银行。1990年，深圳证券交易所和上海证券交易所分别成立。

今天，中国的金融体系呈现三个非常突出的特征，即“规模大、管制多、监管弱”。无论看金融机构的数量还是金融资产的规模，中国的金融体系已经排在全球的前列：商业银行资产全球第一、股票市场市值全球第二、债券市场市值全球第三。目前银行业机构就超过4000家，四大国有商业银行的资产规模每年都排在全球前十位甚至前五位。M2（广义货币供应量）可以被看作金融资产的宏观变量，中国的M2总量已经超过美国，名列全球第一；M2与GDP之比超过200%，在全世界排在第三位。当然，M2规模大同时也反映了两个基本事实：一是中国的金融体系由银行主导，资本市场的重要性相对较低；二是经济杠杆率比较高。毫无疑问，从数量指标看，今天中国的金融体系与1978年的单个机构相比，已经发生了翻天覆地的变化。

但政府依然对金融体系的运行保持了相对普遍的干预。反映政府干预程度的金融抑制指数从1980年的1.0下降到2015年的0.6，这清晰地表明了金融政策在不断地朝着市场化的大方向过渡，政府的干预程度在逐步降低。但与其他转型国家相比，中国金融市场化的速度比较慢，同期俄罗斯的金融抑制指数从1.0下降到0.4，而且俄罗斯的金融改革要比中国起码晚10年。在2015年有金融抑制数据的130个国家或地区中，中国的金融抑制指数排在第14位，政府对金融体系干预的程度不仅超过世界平均水平，甚至超过低收入国家的平均水平。具体的抑制性金融政策包括对利率、汇率的干预，对资金配置的指导，对大型金融机构的控股，以及对跨境资本流动的管制。

中国的监管体系也比较弱。这一点过去关注比较少，主要是几十年来金融体系一直比较稳定。中国可能是大型新兴市场经济中唯一一个没有发生过系统性金融危机的国家，但这不一定就意味着中国的监管是行之有效的。事实上，过去维持金融稳定主要靠两点：一是经济持续高增长，二是政府兜底。1997年亚洲金融危机期间，商业银行的平均不良贷款率超过30%，但因为大多数银行都是国有的，因此没有发生挤兑，政府可以非常从容地剥离坏账、补充资本金、引入国际战略投资者并最终使其上市。之后多年的高速经济增长，又相对容易地消化了之前剥离出来的坏账，同时进一步改善了银行的资产负债表。但这一套做法现在变

得越来越难以持续，近年来金融的许多领域都暴露出风险，政府也无法再对所有的问题兜底。

这样一个“规模大、管制多、监管弱”的金融体系的形成，有其独特的经济与制度背景。中国的经济改革政策通常被称为渐进改革或摸着石头过河，其实最为实质的策略是双轨制改革。双轨制指的是计划一轨、市场一轨，或者国企一轨、民企一轨。实行双轨制的目的主要是实现平稳过渡，一方面向市场经济过渡，另一方面尽量保持社会与经济的稳定。但双轨制有一个约束，就是国企效率相对较低，持续运行就需要外部支持。这样就形成了改革期间产品与要素不对称的市场化策略，要素市场扭曲，包括金融抑制政策，实际是支持双轨制改革的重要手段，大量廉价的资金被配置给国企，其实就是一种变相的补贴。

不过这一套看起来问题不少的金融体系，在过去几十年并未妨碍中国实现高速经济增长与金融基本稳定。这个观察表面看起来与传统的金融自由化理论不太一致，主要是因为金融市场并不总是有效的。俄罗斯采取的休克疗法有一个重要假设：只要放弃计划经济的手段，市场经济就会有效运转。但事实上市场机制是逐步形成的，不可能一蹴而就。实证研究也表明，中国抑制性的金融政策在20世纪80年代、90年代对经济增长有促进作用，但进入21世纪之后就变成了负面影响。这是因为，在一个有效的金融市场，金融抑制会降低资源配置的效率，遏制金融发展，因此对经济增长是不利的。但如果金融市场并不是有效的，尤其是如果监管框架并不成熟，适度的政府干预可能有利于提高资源配置的效率、支持金融稳定。这可能是过去中国政府对金融体系的干预没有严重影响宏观经济表现的主要原因。

但现在这个机制无法持续下去。首先，金融不支持实体经济的问题在最近几年已经变得相当突出。在微观层面，中小微企业融资难的矛盾变得越来越尖锐。虽然监管部门采取了很多政策措施，但是这个问题并没有得到根本性的缓解。现在中小企业在就业、创新与增长中的作用越来越大，如果融资的问题不能解决，增长的可持续性就无法保证。同样重要但过去关注比较少的是普通老百姓投资难的矛盾，总体看来，中国经济中可投资的资金很多，能够购买的资产却很少。一方面，这很容易造成资金快速流动的现象，引发金融风险；另一方面，居民的资产性收入占比很低，在老龄化日益加剧的背景下，也会影响未来的消费增长。在宏观层面，金融的效率似乎也在不断下降。边际资本产出率一直在上升，即每生产一个新的单位的GDP所需要的资本投入的单位数量在不断

增加，2007年为3.5，2019年已经超过6.0。如果这个趋势不改变，最终可能造成经济停滞不前的后果，再多的资本投入也不会形成新的产出。

其次，金融风险也变得越来越大。最初关注到这个问题是因为全球金融危机以来中国非金融负债与GDP之比上升了100多个百分点，非金融企业的杠杆率尤其高。纵观几百年的金融危机历史，高杠杆率是一个重大的风险因素。这才有2016年政府出台“三去一降一补”中的“去杠杆”政策。但实际上过去几年金融风险确实在各个领域不断出现，一开始是股票市场急剧回调，然后是债券市场违约率上升，影子银行与数字金融快速扩张，资本外流，货币贬值压力大幅上升，最近几年中小银行风险高涨。风险点如此之多，引发了对系统性金融危机的担忧。一开始把改革的重点放在改善监管政策的协调方面，2017年、2018年采取了一些具体的步骤，包括成立国务院金融稳定发展委员会、合并银监会和保监会等。但现在看，防范金融风险的任务尚未圆满完成。

改革四十几年来渐进的金融改革，形成了一个庞大的金融体系，但也保留了普遍的政府干预。这样一套看上去并非完美的市场化改革方案，在支持经济增长与维持金融稳定方面的效果并不差。因为不彻底的金融改革，既是与当时的制度环境妥协的结果，实际上也是适合当时的市场条件的。在一个市场机制尚未成熟的经济中，盲目放开金融市场，有可能造成混乱局面。保留适度的政府干预，同时持续减少这样的干预，虽然会有一些效率损失，但总体的效果反而更好。这段经历可能为金融改革理论提供了一个十分重要的启示，任何政策选择都会有正、反两个方面的效应，绝对好和绝对坏的政策很少。改革决策就是要选择那些适合当时、当地的环境并且利大于弊的政策举措。

但现在经济发展进入了新阶段，金融改革也需要继续往前走。下一步金融改革主要有两大任务：一是改善金融对实体经济的支持，二是守住不发生系统性金融危机的底线。这就要求金融体系要完成向市场的过渡，终结双轨制改革，终结不对称的市场化，真正实现让市场机制在金融资源配置中发挥决定性作用的政策目标。但过去四十几年间积累的金融改革的一些成功经验，未来仍然会有价值。完成市场化改革，不能一放了之。往前推进改革的时候仍然需要选择那些适合中国实际的政策安排，尽可能选择那些正面效应大、负面效应小的政策，循序渐进地实施。最终市场化的金融体系，很可能会有很多反映中国经济实际的特点，而不是欧美金融模式的简单翻版。

二、改善金融对实体经济的支持

改革期间普遍存在的抑制性金融政策，肯定会造成一定程度的效率损失，所以出现金融不支持实体经济的现象并不奇怪。双轨制改革本来就意味着对待国企和民企的政策并非完全一致。但金融不支持实体经济这个矛盾变得比较突出，主要是全球金融危机之后的事情，尤其是在2013年之后。全球金融危机前后发生了许多变化，国内外经济增速大幅放缓，国内劳动力供给不断减少，同时中国的人均GDP从中低水平快速提高到中高水平。一大批原来生龙活虎的制造业企业一下子陷入了困境，这在中国经济发展的龙头地区——长江三角洲和珠江三角洲，表现得尤其突出。这可能是最终需求萎缩与生产成本上升两方面挤压的结果。所以，金融不支持实体经济的一个原因可能是实体经济低迷不振，经济回报下降，金融也就很难发挥作用。

但其实还有一个更为重要的原因。全球金融危机以后，中国经济增长模式从要素投入型走向创新驱动型，但金融体系尚未实现转型，无法适应新的增长模式的需要。各国的金融体系大致可以分为两类：一类是金融市场主导，另一类是商业银行主导。前者的代表是美国、英国，后者的代表是德国、日本。当然，这个分类也是相对的，即便在美国、英国，资本市场在非金融企业外部融资中的比重也没有超过一半，而这个比例在德国和日本只有15%左右。中国的比例和德国、日本差不多，也就是说，中国的金融体系也是商业银行主导的。一般而言，商业银行更擅长支持粗放式增长，而资本市场则在支持技术创新和产业升级方面有明显优势。当然，这也不是绝对的，德国、日本在技术和产业方面也应该算是全球领先的。

但中国的金融体系，既有银行主导的特点，又有政府干预的做法，在支持创新方面就有点力不从心。过去这套金融体系在支持经济增长方面没有出现很大的问题，是因为经济活动的不确定性相对比较小。低成本优势基础上的粗放式扩张的基本特点，是技术、产品和市场都是相对成熟的，只要能够生产出来，在市场上就有竞争力。金融服务的关键就是动员大量的廉价资金投入制造业。中国这套金融体系，可能在资源配置上有效率损失，但将储蓄转化为投资的有效性很高，在不确定性比较小的前提下，资金配置失败的风险不大。只要有基本的技术和管理能力，只要注入资金，经济活动就可以扩张。

但现在经济环境发生了改变，低成本优势丧失之后，可持续的经济

增长需要依赖技术创新和产业升级，这实际就是所谓的“中等收入陷阱”，即绝大部分国家能够从低收入上升到中等收入，但能够迈过高收入门槛的很少。大多数国家缺乏的是创新能力。但创新能力并非仅仅是技术问题。18世纪英国发生工业革命之前的几十年，蒸汽机技术早已成熟，但这项新技术需要等待金融革命才能引爆工业革命。没有大量廉价资金的投入，技术是无法转化为产业的。所以经济历史学家希克斯说，工业革命需要等待金融革命才能发生。这一点对我国当前经济发展有很重要的启示意义，如果没有金融的有效支持，创新驱动型的经济增长一定步履艰难。

2013年以来，政府努力克服“金融不支持实体经济”的一个重要着力点是解决中国小微企业融资难、融资贵的问题。可惜的是，虽然政府连年出台政策措施，但这个问题并未得到彻底的解决。这个问题不解决，中国的可持续增长就会有问题，也就很难跨越“中等收入陷阱”。以中小微企业为主体的民营企业在中国经济中的地位已经举足轻重，它们贡献了超过60%的GDP增长、超过70%的企业创新和超过80%的城镇就业。也就是说，中小微企业融资难的局面不改变，企业创新就会举步维艰，城镇就业就很难保障，经济增长也就无法持续。正是从这个意义上说，在很多国家，普惠金融的主要意义是保障中小微企业和低收入人群获得金融服务的平等权利。在我国，它则事关经济发展和社会稳定的大局。

造成中小微企业融资难的原因很多，集中体现在如下四个方面：

第一，产权歧视。我国经济改革的基本策略“双轨制”其实就是区别对待国企、民企，虽然初衷是维持改革期间的平稳过渡，最终给民企创造更大、更为宽松的发展空间，但事实上，要素市场扭曲特别是抑制性金融政策的一个重要目的，就是给国企提供变相的补贴。最近一段时期，许多银行高管都认为产权的作用已经不再重要，但银行为何仍然在资金配置中偏好国企？据说是因为一旦国企发生经营困难，政府就依然会帮助重组、并购，最终贷款还是会得到偿还。而如果民企发生经营困难，大概率是会破产，银行贷款也就打水漂了。尽管银行高管把这样的决策看成纯粹的信用风险决策，但造成差异的背后还是产权和政府对不同企业的不同责任。这个现象不改变，要缓解中小微企业融资难的问题，难度很大。

第二，获客难。中小微企业的特点是数量大、规模小、不确定性大、地理分布分散。要找到这些潜在的客户并为它们提供相应的金融服务，挑战很大。商业银行的做法是开办许多分支行，只有当分支机构离

这些潜在的客户足够近，才有可能提供金融服务，但这也意味着成本很高。如果业务量不够大，对商业银行来说可能是得不偿失的。在金融领域存在一个“二八法则”，说的就是金融市场上最顶层的20%的客户提供大约80%的市场份额，服务这些客户相对容易，回报也高；服务剩下的80%的客户的成本很高，回报又低。这大概是普惠金融难做的一个基本原因。

第三，风控难。金融交易的最大困难是信息不对称，服务中小微企业，这个矛盾更加突出。传统商业银行做信用风险评估，通常采用三种方法：第一，历史财务数据，具体说就是三张表——资产负债表、利润表和现金流表；第二，抵押资产，即贷款人将房地产押给银行，获取贷款，这样就降低了银行的风险；第三，关系型贷款，即通过银行信贷员的长期跟踪，了解借款人的各种软信息。大体而言，这些方法对于解决我国目前面临的中小微企业融资难的问题帮助不大。大多数中小微企业既缺乏完整的财务数据，也没有足够的固定资产，关系型贷款可能有效，但对银行而言，成本过高，很难做大规模。银行缺乏有效的风控手段，自然很难大量提供融资服务。

第四，利率扭曲。过去几年，监管部门一直致力于降低中小微企业的融资成本，经常将降低贷款利率作为明确的监管要求。这样的政策，动机很好，但执行效果值得商榷。金融交易的一个基本条件是市场化风险定价，即资金成本要能够覆盖风险，这样的金融交易才能商业可持续。行政性要求压低贷款利率，很可能造成事倍功半甚至适得其反的结果。因为回报太低，贷款无利可图，银行就不会真的有积极性去扩张业务，要么迫于监管压力，不得不为之，要么阳奉阴违，表面一套、背地一套。无论如何，人为地将融资成本压得太低，反而会进一步加剧融资难的矛盾。

过去这段时期，如果说中小微企业融资环境有所改善，主要是两个方面的因素起作用。一是政策层面的努力。央行通过定向降准和直接注入资金等手段，为服务中小微企业的银行提供流动性支持。监管政策要求从原先的“两个不低于”，到后来的“三个不低于”，再到现在的“增量降价、提质扩面”，核心就是要求金融机构增加对中小微企业和“三农”增加贷款服务，同时降低贷款利率。这些措施起码在短期内确实增加了中小微企业贷款，改善了它们的融资环境。二是机构层面的创新。最为突出的是数字普惠金融，特别是大科技信贷，即大科技公司利用大科技平台和大数据风控，为大量的中小微企业提供贷款走出了一条独特的道路。

首先是利用大科技平台的长尾效应，低成本地获取海量的用户；用户在大科技平台上留下数字足迹，累积成大数据，既可以用于实时监测平台上借款者的经营状况，还能用来支持大数据风控；大科技公司还可以利用其平台及其生态系统做还款管理，进一步遏制道德风险问题。根据北京大学数字金融研究中心、国际货币基金组织和蚂蚁集团研究院的联合研究，基于大数据及其学习模型的大科技信用风险评估方法预测违约率的可靠度，远超基于传统数据和打分卡模型的传统银行信用风险评估方法。无论是大数据还是机器学习模型，都能有效提升风险评估的可靠度。更重要的是，即便没有财务数据或者央行征信信息，大科技信用风险评估方法也依然能够比较可靠地预测违约率，这就意味着许多缺乏银行贷款资质要求的中小微企业，都有可能获得贷款。

这个大科技信贷模式是由阿里小贷首创，形成了独特的“3-1-0”业务模式，即三分钟线上申请，一秒钟资金到账，零人工干预。大科技信贷的业务模式现在已经在许多国家落地，但中国的规模做得最大，质量可能也最好。三家新型互联网银行包括微众银行、网商银行和新网银行，现在已经分别能够每年发放1000万笔左右的小微和个人贷款，同时还将不良率控制在2%以下，明显低于银行同类贷款的不良率。可以说，大科技信贷是一个非常突出的中国故事，同时也是一项具有世界意义的前沿金融创新。

但从宏观层面看，大科技信贷在总信贷中所占的比重还非常小。要从根本上解决中小微企业融资难、金融不支持实体经济的问题，需要多管齐下。政府也需要积极努力改善政策环境，支持金融机构更好地服务中小微企业。

首先，终结“双轨制”改革策略，实现所有权中性。产权歧视的政策不消除，中小微企业的融资和经营环境就很难从根本上扭转，公平竞争也无从谈起，即便制定再多的监管政策要求，也只能是事倍功半。毫无疑问，过去“双轨制”改革策略是成功的，但“双轨制”是一个过渡期策略，不是长期的制度安排。在中国境内注册的企业，无论国有、民营还是外资，都是中国的企业，都在中国创造就业、支持增长，理应一视同仁，更何况今天民营企业在中国经济中的作用已经远远超过了国有企业。

其次，真正实现市场化的风险定价。金融交易的一个基本前提是资金回报要能够覆盖风险，否则金融交易就无法持续。如果决策部门希望降低中小微企业的融资成本，其实有很多选择：一是放松货币政策，降

低政策利率或者增加流动性供给；二是增加金融业的竞争，提供金融效率，同时合理挤压金融部门的利润空间；三是改善金融机构的风控能力，比如利用大科技信用风险评估方法，精准判断违约概率，降低融资成本。中小微企业融资不是政策性金融，也不是慈善事业，只有市场化的风险定价，才能做到商业可持续。长期依靠行政命令，很难达成政策目的，甚至会适得其反。

再次，发展资本市场，提高直接融资的比重。资本市场在支持不确定性大的创新活动方面有独特的优势，大力发展资本市场是适应经济增长模式转型的一个重要方面。许多创新型初创企业，有知识，有理念，但缺乏资产与经验，而天使基金、创投基金甚至股权基金等，识别创新项目的前景与风险的能力比较强，同时也可以与创业者共担风险，甚至可以提供相应的指导和支持。

最后，支持金融创新，更好地服务中小微企业、创新型企业。前面提到的大科技信贷是一个比较成功的案例，但新型互联网银行也仍然面临许多困难，比如因为不能远程开户，资金比较缺乏。如果这些银行可以与传统银行合作，也许可以提供很多的中小微企业贷款。另外，大科技信贷服务的小微企业的规模都特别小，服务大一些的企业可以通过数字供应链金融的做法。商业银行也可以尝试许多创新，包括利用自己的平台与数据开展大科技信贷业务，同时还可以推进科技子行、投贷联动等业务模式。

三、守住不发生系统性金融危机的底线

我国金融体系面临的另一个重大挑战是能不能守住不发生系统性金融危机的底线。世界经济历史表明，系统性金融危机对一国的长期经济增长表现会造成非常负面的影响。我国过去维持金融稳定主要是靠政府信用背书，但最近几年的实践表明，我国监管部门在防范金融风险方面的作用十分有限。而随着金融市场的规模扩大、种类增加、复杂性提高，政府兜底变得越来越难，将来维持金融稳定要更多地依靠金融监管。

2015年，国内展开了一场关于金融监管框架改革的大讨论，辩论我国应该实行大央行制、采用双峰模式，还是保留分业监管的格局。我也写了一篇文章，题为《呼唤国家金融稳定委员会》，关注的焦点是如何改善政策协调。因为当时央行、银监、证监、保监各管一摊，各扫门前

雪，谁发牌照谁监管，一些交叉业务成了三不管的空白地带，引发了不少风险。股票投资者到银行，信托部门加杠杆，银行利用基金公司的通道投资非标产品，互联网金融更是一个全新的业态，这些都没人管。2017年，国务院金融稳定发展委员会成立。2018年，银监会和保监会合并，政策协调有所改善。

但现在我对我国金融监管主要矛盾的看法发生了变化。2015年起，金融领域接二连三地“爆雷”。一开始是股价崩盘。股市发展了30年，并未形成稳健投资的渠道。然后是保险行业，部分机构在相当长时期从事违反保险法规定的经营行为。再后来是随着去杠杆政策的落地，影子银行收缩，对中小微企业融资造成很大影响。而随着互联网金融整治措施的落地，P2P（点对点网络信贷）行业几乎发生了系统性的崩塌。最近又有一大批中小银行被发现长期存在违法、违规行为，平均不良率非常高。可以说，除了大型国有金融机构，几乎所有的金融机构都发生了或大或小的风险事件。

有意思的是，每次金融风险一爆发，大家都非常一致地把矛头指向从业人员，说他们“胡作非为”“庞氏骗局”等。经济学家哈耶克曾说过：“坏的制度会让好人作恶，好的制度能让坏人从良。”以此类推，如果个别金融机构出了问题，可以主要从管理层或董事会找原因，但如果一大批机构同时出了同样的问题，恐怕就需要更多地从规则上找根源。数百家中小银行长期存在经营不规范甚至违法行为，监管部门恐怕难辞其咎。P2P行业从2007年起步，累计发展到6000多家，但2016年之前监管部门没有给它们划定任何经营边界与规则。

我国当前分业监管的框架是在1992年之后逐步形成的，之前是集中统一的监管体制。1992年证监会成立，1998年保监会成立，2003年银监会成立，形成了以“一行三会”为核心的监管体系。从表面上看，中国的这一套监管体系与市场经济国家相比，差异已经不大。一方面，监管政策与制度安排基本上应有尽有，比如资本充足率要求、存款保险机制、央行最终贷款人制度、宏观审慎评估体系以及金融消费者权益保护政策等；另一方面，金融监管的常见做法已被普遍运用，比如信息披露程序、现场与非现场调查以及压力测试等。

但从实际效果看，差距还非常大。有不少政策有名无实，比如银监部门对于银行向关联机构输送资金有非常严格的限制，但似乎并没有管住包商等银行长期存在这样的做法。“有法不依”的原因可能很多，比如能力不足、意愿不高或者干扰过多。一个突出的问题是，“一行三会”是

监管部门，也是政府的组成机构，有不少政府行为的特征：一是它们既要管监管，又要管发展；二是监管政策经常需要配合宏观调控；三是它们对违约与破产的接受度比较低；四是施政具有很强的运动式特点。中央要求守住不发生系统性金融危机的底线，有监管部门的官员就表示要把金融风险压到零。

现在亟须对金融监管进行一场彻底的改革，关键是要尊重金融规律，让金融监管回归初心。既然规章制度已经到位，监管手段也已经掌握，现在需要做的就是把监管落到实处。可以从理解金融监管的ABC开始，即金融监管应该做什么、不应该做什么，以及应该如何做。具体可以考虑采取如下几个方面的改革措施：

第一，明确监管的政策目标。金融监管的目标应该就是保障公平交易、保护金融消费者、维持金融稳定。其他一些政策目标，比如资产价格的水平、宏观经济的波动、金融行业的发展等，都不是金融监管部门的责任，这些政策目标与监管政策的目标并不总是一致，有时候甚至会出现直接的对立。所以，首先可以考虑把发展的责任从监管部门分离出来，监管机构成为被监管对象的行业领导者，很容易产生道德风险问题。

第二，把金融监管部门从政府的序列中独立出来。金融监管既有明确的政策目标，也是一门专业性很强的技术活。当然，独立性要以明确的责任作为前提条件。至于监管部门是向国务院还是向全国人大负责，可能并不重要，重要的是按照已经确定的政策目标来评价它们的工作，但不要干预它们的具体举措。另外，监管独立性并不意味着监管机构与政府部门之间完全隔绝，恰恰相反，平时它们就应该保持紧密的日常沟通。

第三，监管政策一定要追责。这几年金融体系出了很多风险，但几乎很少有监管官员为此承担责任，这样他们就缺乏必要的负面激励。当然，在一些领域，监管追责确实有一定的难度，P2P行业的监管主体起初一直没有明确，银行的许多违规行为与政府的支持纠缠在一起。因此，追责的前提，一是明确职责，二是确保独立性。在这两个条件下如果还没有做好，就必须承担相应的行政、经济甚至法律责任。

第四，增加监管部门的编制与经费。这些年监管效果不好，还有一个重要原因是监管资源严重短缺。人手不够，“顾不过来”就很正常。比如，1999年末我国金融业总资产大概是15.5万亿元，到2019年三季度末上升到312.5万亿元，翻了19倍。如果看市场结构、产品种类以及投

资者数量，金融行业的复杂性更是明显增加，但在此期间，监管部门的编制完全跟不上这样的变化。

四、金融改革需要继续往前走

中国的金融改革已经持续了四十几年，总体看来是成绩很大，问题也不少。这些成绩与问题应该放在经济改革的大背景下来看，许多政策措施都是决策者在当时环境下权衡甚至妥协的结果。1978年底开始改革开放，当时不可能提市场经济，只能一步一步地往前走，“双轨制”改革策略也好，抑制性金融政策也罢，都是这样产生的。现在回过头看，起码从实现经济增长、保持金融稳定的角度看，效果相当不错。

但过去行之有效的金融政策现在遇到了新的坎儿。一方面，金融支持实体经济的力度越来越弱；另一方面，系统性金融风险显著抬头。这两个方面的问题处理不好，都有可能导致改革以来强劲的经济增长的终止。所以，金融改革需要继续往前走，从大的方向来说，就是要完成金融市场化改革的进程。今天出现金融不支持实体经济的矛盾，客观地看，是因为经济增长模式从要素投入型转向创新驱动型，旧的金融模式不能适应新的经济模式。所以需要金融创新，通过发展资本市场、运用数字技术及创新银行业务等，改善对创新型企业、中小微企业的金融支持。

但最迫切需要做的，是要学会尊重市场规律。“双轨制”策略所隐含的产权歧视，其实是造成民营企业融资困境的一个重要原因。监管部门不断地强迫金融机构降低融资成本，以为是在帮助中小微企业，实际反而令融资难问题的破解变得更为困难。一味地靠政府兜底控制金融风险，很难持续，甚至会加剧道德风险问题。政府给监管政策赋予发展的责任、宏观调控的责任，最后演变成市场纪律被明显削弱，不仅资本市场的质量很难提高，金融风险也很难得到有效控制。

---

[1] 本文作者黄益平系北京大学国家发展研究院副院长，中国经济50人论坛成员。

二次房改推动经济新一轮增长

徐远[1]

一、战略机遇的内涵发生了重要变化

2020年初暴发的新冠疫情，为全人类按下了暂停键。新冠疫情不仅是百年来全球最重要的公共卫生事件，还恰逢旧世界秩序的瓦解和新世界秩序的萌芽。客观上讲，新冠疫情让世界的演化加速，标志着世界秩序正式进入重建阶段。

中国疫情暴发较早，防控相对很成功。面对疫情，中央确定了疫情防控第一的底线，确保人民群众生命财产安全，以"六保"作为2020年全年工作的总基调，取得了举世瞩目的成绩。2020年第二季度中国经济已经开始反弹，全年有望保持2%左右的正增长，有望成为全球主要经济体中唯一保持正增长的国家。

疫情防控和经济增长的成绩，为中国赢得了宝贵的思考时间。展望未来五年，我国经济处于重要的战略转型期。能否适时启动重大经济改革，找到新的经济增长模式，启动新一轮高质量的、可持续的经济增长，不仅事关"十四五"的成绩，还事关党的中长期目标的实现，事关能否在2035基本实现现代化、在2050年全面建成社会主义现代化。

历史洪流如逆水行舟，不进则退。外部环境和内部环境都瞬息万变，战略机遇的内涵在发生变化。冷静的思考和坚决的行动，是中华民族伟大复兴的必要条件。

二、中国发展阶段的基本判断

中国经济发展的现状，是思考未来战略的逻辑起点。目前，中国人均GDP约为10000美元，大约是2000年的10倍，是同期美国的1/6，日本的1/4，比世界平均水平略低。[2]这组简单的数据包含了三层信息：

第一，新世纪以来，中国经济获得了长足发展，从一个"人口大国，

经济小国”成长为“人口大国，经济大国”，目前已经是世界第二大经济体。

第二，中国依然是发展中国家，人均GDP依然略低于世界平均水平，发展依然是中国经济的主题。

第三，中国的收入水平，离发达国家依然有很大的差距，产业升级、提高收入还有很大的空间。

对于这三层信息，我们要有一个基本的、正确的解读。这个解读既是对过去经验的总结，也有助于思考未来的发展战略。

首先，新世纪以来，中国经济发展的主要驱动力量是克服各种困难和阻力，实现大规模的工业化。对外加入世界贸易组织，加入国际商品市场大循环，对内启动住房商品化改革，带动基础设施建设，同时带动大件消费品等国内消费市场的发展，是过去20年中国经济的基本驱动力。这种驱动力，可以简要概括为“对外入世，对内房改”。

其次，中国虽然已经是第二大经济体，但依然是发展中国家，人均收入甚至略低于世界平均水平。中国是人口大国，幅员辽阔，国内经济发展很不平衡，城乡差距、地区差距很大。城乡和地区差距，既是问题，也是机遇，说明未来经济进一步增长的空间很大。如何用城市带动乡村，用先进地区带动落后地区，既帮助落后，又扶持先进，实现互惠互利、高效发展，是需要认真思考的问题。需要防止的是简单补贴落后地区，补贴低收入人口，不要让落后地区成为先进地区的负担，而是要实现高效协同发展。

最后，中国的收入水平还有巨大的提升空间。中国目前是世界的工厂，拥有世界上最全的工业门类，在世界产业链中占有重要位置。但是，中国面临着产业升级的巨大挑战。只有通过产业升级，提高中国企业的附加值，才能进一步提高收入水平。

三、中国经济转型的底层逻辑：从工业化到城市化

中国经济的现状，特别是结构性特征，蕴含着未来经济发展的大方向。中国经济有两大基本结构性特征。

第一，在产业结构上，中低端制造业发展较快，高端制造业和现代服务业相对滞后。进一步发展的方向是进行产业升级，发展高端制造和

现代服务业。

第二，在空间地理布局上，城市化总体水平依然比较低，而且城乡差距很大，城市之间的差距也很大。进一步发展的方向是提高城市化水平，并且提高城市的质量，以高质量的城市化带动农村，带动落后城市。

这两大特征看起来复杂，其实有一个共同的抓手，就是进一步城市化。一方面，通过城市化可以促进创新，培育市场，同时提高效率，节约成本，发展高端制造业和现代服务业。另一方面，通过城市化可以促进要素的合理流动，减小城乡差距，促进区域协调发展。

发展高端制造业和现代服务业有很多措施，包括产业政策、财政政策、金融政策。不容忽视的是，高端制造业和现代服务业终究依靠创新，依靠人才，依靠市场力量的驱动，而城市是孕育市场、孕育人才的最好平台，会助力形成创新高效的生态系统，这是高端产业最重要的土壤。离开了健康的创新生态系统，高端制造和现代服务业的发展就会缺乏持久的动力。

城市生态系统可以促进人才、资金、技术等要素的合理流动，减小城乡差距，促进区域协调发展。2019年8月26日召开的中央财经委员会第五次会议，强调在新形势下，要根据各地区的条件，走合理分工、优化发展的路子，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局；要发挥各地区比较优势，促进各类要素合理流动和高效集聚，增强创新发展动力，增强中心城市和城市群等经济发展优势区域的经济和人口承载能力，增强其他地区在保障粮食安全、生态安全、边疆安全等方面的功能。

这次会议指出，新形势下区域经济发展的基本指导思想，是合理分工、优势互补，发挥各地区的比较优势。这里需要避免的是追求低水平上的平等，失去对高水平发展、对经济效率的追求。对中国这样的发展中大国而言，发展才是硬道理，发展是解决一切问题的大前提。通过提高社会生产力水平，做大社会财富总量，才能真正照顾落后地区。

客观上，我国的经济发展分为上下半场：上半场是工业化，下半场是城市化；上半场是以工业化带动城市化，下半场是以城市化带动进一步的工业化。这一上下半场的分割，有客观的历史原因。

我国是后发国家，在经济起飞的早期可以通过引进先进国家的工业技术和经验，实现快速的工业化。1998年启动住房商品化改革，2001

年加入世界贸易组织，这一内一外两大措施加速了中国的工业化；工业化的发展，带动了城市化，这是经济发展上半场的基本动力机制。这一时期的城市化是被动的，是被工业化带动的。而且，由于户籍制度的约束，基本公共服务的不配套，城市化是滞后于工业化的。工业化超前，城市化滞后，是目前我国经济发展的一个基本特征。

随着收入的提高和初级、中级工业化的基本形成，后发优势的力量开始消退，更加需要依赖自发的创新动力。这时候，城市作为创新生态系统的作用就越来越重要。只有在城市的创新生态系统中，交易成本才会不断降低，人才才会层出不穷，创新才会不断发生，我们希望的高端制造和现代服务才会有坚实的基础。城市不仅能留住人才，还能不断孕育人才，是人力资本的最好容器和摇篮。

从产业角度看，高端制造业和现代服务业是一体的。高端制造离不开高质量的创新、研发和售后服务，这些可以归入现代生产性服务业的范畴。现代服务业还包括教育、医疗、通信、娱乐等生活性服务业。不管是生产性服务业还是生活性服务业，都离不开城市特别是大城市的发展。中小城市和偏远乡村是不可能大规模发展顶尖的生产性服务业和高质量的生活性服务业的。

因此，经济进一步发展的大方向，就是推进城市化，增强中心城市和城市群的经济和人口承载能力，促进资金、人才、劳动力等生产要素在更大范围内的流动，优化资源配置，让城市成为人才、创新、科技的摇篮，提高全社会的财富创造能力的同时，促进收入更加合理地分配。

四、“二次房改”与“二次开放”并举，推动新一轮经济增长

思考当前的改革措施，要借鉴过去的成功经验。面对新冠疫情，面对大幅的经济减速，理想的政策，是在促进短期经济复苏的同时，夯实长期经济增长的基础，这同时有利于长期社会综合治理的改善。

2020年已经出台的政策，可以分为三类。一是以保障民生、扶持中小微企业、帮助抗疫企业为主的政策，这些政策可以帮助缓解经济病痛，但是谈不上从根本上培育长期经济发展的潜力。二是扩大基建的政策，这些政策可以对抗短期经济下行，同时对长期增长潜力也有好处。但是，目前我国基础设施存量已经比较大，基建扩张空间不大，扩张太

快容易形成低效建设，操作不当容易产生副作用。三是支持科技产业的政策。科技进步是未来产业升级的核心，这类政策的方向毋庸置疑。但是科技产业依赖于技术进步和产业自身的发展规律，速度不可控。科技战略主要是长期发展战略，需要防止依赖长期战略解决中短期问题。

以史为鉴。我国不是第一次经历大幅经济减速，也不是第一次经历严重公共卫生事件。1998—1999年的经济大幅减速和2003年的非典疫情，可谓前车之鉴。当时为了对抗经济下行，我国推出了两大改革措施：一是对内推出住房商品化改革，以此带动基础设施建设和国内消费品市场的发展；二是对外加入WTO，扩大对外开放，加入全球商品流动市场。这两大改革，形成了对内对外的双轮驱动，为经济注入强大动力。

2003年，中国暴发了非典疫情，但是对经济总体影响不大。中国之所以能够快速走出非典疫情的影响，与当时的两大经济动能有关。对外，中国刚刚加入WTO不久，出口企业活力旺盛；对内，住房商品化改革刚刚启动，动能正在上升。两大经济动能合力，秒杀非典疫情的经济影响。

当下，中国经济动能不足，要想扭转不利局面，必须找到同等级别的对外、对内改革措施，既注入短期经济活力，又为中长期增长打下基础。

对外，要以“二次入世”的力度，扩大对外开放。

对内，要以“二次房改”的气魄，启动新一轮住房改革。

“二次入世”的政策抓手，是以新出台的《外商投资法》为基础，引进外商投资，扩大服务业开放，扩大金融业开放，引进国外先进生产要素，促进科技研发、智能制造、现代服务等行业的发展，发展高端制造和现代服务业。

“二次开放”的实质，是“向内开放”。过去的开放，是“向外开放”，是商品走出去，把国内的生产要素与国外的商品市场相结合，借此实现快速的工业化。这次的开放，是“向内开放”，把国外的生产要素引进来，与国内市场潜力相结合。现在中国经济的短板是国内服务业市场，包括科技研发和技术创新市场。市场在国内，就要求“向内开放”。

“二次房改”的政策抓手，是大规模建设安居房，让流动人口在城市里安居乐业，启动农民工市民化。每年兴建1000万套安居房，套均面积50平方米，套均投资100万元，每年直接投资10万亿元，一举解决短期

经济增长问题。

时隔20年的“二次房改”，与“一次房改”既有历史的延续性，也有重要的区别（见表1）。过去的增长，以初级工业、中低端制造为龙头，以城镇化为载体；未来的增长，以智能制造、现代服务、科技研发为龙头，以都市化为载体。城镇化是城市化的初级阶段，都市化是城市化的高级阶段。

表1 “一次房改”和“二次房改”的区别

	“一次房改”	“二次房改”
历史主体	城镇居民，老市民	农民工，新市民
人口体量	约5亿	约5亿~6亿
产业特征	初级工业化	高级工业化
城市特征	城镇化	都市化

五、“二次房改”的短期、中期和长期战略利益

在对外“二次入世”的同时，对内启动“二次房改”，是一举三得的政策抓手，短期、中期和长期都有战略性的利益。

（一）短期看，能够快速复苏经济

安居房建设将带来大量投资。在大都市、都市圈和核心城市，每年兴建1000万套安居房，同时带动大量关联投资和生产，一举解决短期经济增长问题。初步匡算，每平方米要投资2万元，其中土地费用1.6万元，工程费用0.4万元。这是因为主要选址是在大都市、都市圈和核心城市，所以土地费用较高。

大都市、都市圈、核心城市是未来城市化的发展方向，投资的大方向不会错。每年浩浩荡荡的农民工大潮和春运大潮，就是这个发展方向的历史注脚。

党中央的会议文件，已经多次认可、确定了这一大方向。2019年8月的中央财经委员会第五次会议和2019年底的中央经济工作会议，都明确提出增强中心城市和城市群的经济和人口承载能力，“要加快落实区域发展战略，完善区域政策和空间布局，发挥各地比较优势”。

安居房建设，与“房住不炒”的政策基调高度一致，是坚持“房住不炒”的有力保障。安居房与房地产调控配合，可以很好地满足中低收入家庭和外来人口的居住需求。安居房会大量增加房屋供给，从根本上改变房屋供求不平衡的局面，抑制购房恐慌，从根本上杜绝炒房。

大规模的安居房建设，可以帮助中低收入家庭实现财富积累，帮助全社会形成数量庞大的中产阶层，这是未来社会稳定的基础。

（二）中期看，能保障未来10~15年的经济增长和社会稳定

过去的经济增长方式不可持续，这早已成为共识。不推动基础性的改革，激发经济增长的新动能，就不能排除经济失速的可能性。不要以为经济下滑一定是渐渐地、缓慢地，没有新的动能支撑，经济下滑可能是断崖式的，可能会引发社会不稳定。

未来10年每年兴建1000万套安居房，其间的经济增长就有了保障。由此带来的直接投资和配套投资，以及产业联动效应，是未来10年经济增长的基本保障，将有力托住经济增长的下限。

同时，在对外开放的配合下，大力发展高端制造、现代服务、科技创新产业，将拔高经济增长的上限。双管齐下，则可以保住未来10~15年每年5%以上高质量的经济增长，到2035年经济再翻一番，为基本实现社会主义现代化打下坚实的经济基础。

（三）长期看，彻底打破城乡二元结构

未来10年每年兴建1000万套安居房，则可安置2亿农民工，把2亿农民工转变为新市民，加上其子女共新增约3亿新市民。同步进行的商品房建设和其他流动人口市民化，还将形成约1亿新市民。用10年时间，产生约4亿新市民，市民总量从现有的6亿增加到10亿，一举打破城乡二元结构，解决过去40年未能解决的历史遗留问题。

城乡二元结构是我国的基本社会结构。在渐进改革的过程中，城乡二元结构有其历史的合理性。随着经济发展和城市化的推进，城乡二元结构越来越成为社会进一步发展的阻碍，成为国家现代化的阻力，成为提高社会综合治理能力的负担。只有消解城乡二元结构，才有可能实现社会治理的现代化，才有可能实现党的中长期战略目标。

采取有力措施，消解城乡二元结构，将一举奠定中国现代化的基础；不消解城乡二元结构，国家治理现代化就是一句空话。

六、“二次房改”怎么改

“二次房改”的基本方向是引导农民工市民化，消解城乡二元结构。

“二次房改”的基本思路是“政策定方向，市场为主体”，即政策部门确定方向，让市场机制发挥作用，既保证方向的正确，也保证任务的实现。

“二次房改”的政策抓手，是在大都市、都市圈和核心城市大规模建设安居房，引导农民工市民化，完成从城镇化到都市化的历史转型。

初步考虑，作为“二次房改”抓手的安居房政策，有10个基本要点：

第一，购房资格：面向所有无房人口，以就业地缴纳社保为唯一标准，不歧视无户籍、无学位人口。

第二，户型设计：针对中低收入新市民群体，以40～60平方米的小户型为主，和商品房相互补充，形成完整的住房市场。

第三，房屋销售：用商品房的方式销售，加速资金回笼，形成资金闭环，而不要用租赁房的思路。租赁房的运行成本太高，而且不利于增加居民财富，藏富于民。

第四，购房贷款：遵守商业可持续原则，首付不低于20%，贷款利率可以适当优惠。

第五，城市选择：应主要选择在大都市、都市圈和核心城市，不能选择中小城市。以人口流入为标准，按照人口流入数量选择城市和分配安居房名额。

第六，区位选址：应在较好区位选址，便于新市民上班，不能在远郊区，否则会增加通勤成本，形成新的浪费。

第七，开发建设：应商业化运作，政府筹集土地和监管，优质大型房企主导开发。

第八，土地来源：把大城市内部的低效工商业用地、科研用地转化为安居房用地，并通过发行特别国债补充土地出让金，调动地方政府的积极性。

第九，社保跟人走：要把新市民社保转入落户城市的社保体系，社保资金统一划拨和管理。要采取“有档次之差，无身份之别”的渐进思路，逐步提高社保水平。

第十，大力兴建学校、医院、商业等配套设施，提高基本公共服务质量和可得性。

大城市的安居房建设，与小城市、乡镇的集中居住点建设并不矛盾。大城市的安居房是解决外出流动人口的市民化问题，集中居住点是解决留乡人口的集中居住、土地节约问题。

---

[1] 本文作者徐远系北京大学国家发展研究院教授。

[2] 2019年世界人均GDP为1.14万美元，美国为6.51万美元，日本为4.02万美元，中国为1.03万美元。数据来源：世界银行。

如何扩大中等收入群体

李实 杨修娜[1]

我国经济发展的一个标志性成就是在2019年实现了人均国民收入1万美元的水平，预期到2035年将超过2万美元，步入发达国家行列。实现这一目标的前提是在未来15年中，中国经济能够保持持续的中高速增长，即年均5%~6%的经济增长率。从现有国情来看，保持经济稳定的中高速增长仍然面临不少挑战，其中一个主要的挑战是将经济增长模式从投资和出口拉动型转向以消费为主要驱动力的增长模式。从过去的经验来看，消费带动力不足的一个主要原因是中等收入群体比重不高，收入差距过大，相对贫困问题突出。而且，扩大中等收入群体比重，缓解相对贫困，不仅具有提高消费需求的作用，也与我国基本实现现代化的目标是一致的。本文将从扩大中等收入群体比重和缓解相对贫困的角度出发，把它们作为未来15年经济发展战略的着力点，分别研究它们需要的政策支撑和产生的消费需求的影响。

一、我国现阶段中等收入群体的状况及未来变化趋势

中等收入群体的相关论述最早来自西方“中产阶级”的概念，指处于社会中间位置的人群。中产阶级是一个多维度的概念，判断一个社会中产阶级家庭的标准不仅涉及收入、财产，还涉及职业、社会地位，甚至生活方式，而国内提出的中等收入群体的概念与中产阶级的概念大有不同。虽然各界对“中等收入群体”有着概念上的共识，但在具体量化标准上却有很大差异。有的学者还是不自觉地将中产阶级的概念用于理解中等收入群体，如基于阶层、职业、教育、主观认同等指标来定义中等收入群体。虽然不少学者认同中等收入群体的判断标准是经济上的相对地位，但是在使用哪种经济指标上仍有分歧，在使用消费、财富还是收入等经济指标上有着不同的意见。在主张使用收入指标的学者中，有的主张采用绝对标准，有的主张采用相对标准。我们认为，“中等收入群体”的本义应该是从收入角度来看社会群体的分化状态，因此家庭（人均）收入应该是主要（唯一）衡量标准。在收入指标确定的情况下，是

使用绝对标准还是相对标准，使用多大区间的标准，这些都没有定论。它往往取决于一个国家的发展水平，也取决于学术界通常的做法。然而，基于不同标准估算出的中等收入群体规模会有很大差别。以中国为例（见图1）。在对2012年中等收入群体比重的估算中，最高值为54%（Dominic Barton等，2013），最低值为7.7%（李春玲，2013）；在对2025年的预测中，最乐观的结果是59.4%（Diana Farrell等，2006），最悲观的则为19.8%（Diana Farrell等，2006）。

（一）不同界定标准下我国中等收入群体比重的变化趋势

我们使用三种不同的界定标准来估算我国中等收入群体的比重。第一个标准，是我们提出的选取全世界200多个国家各年份收入中位数的67%~200%，作为定义我国中等收入群体年收入的下限和上限。第二个标准，是国际上引用率较高的哈拉斯（Kharas，2010）提出的10~100美元（2005年购买力平价价格）作为界定中等收入群体日收入的下限和上限。其中，10美元是贫困线最低的两个发达国家（葡萄牙和意大利）的贫困线的平均数，100美元是最富裕发达国家（卢森堡）的收入中位数的2倍。第三个标准，是我国国家统计局曾采用的定义方式，即将2018年价格下家庭年收入（典型的三口之家）介于10万~50万元之间的家庭定义为中等收入家庭。[2]表1给出了在每种定义方式下，界定我国1995年、2002年、2007年、2013年、2018年中等收入群体所使用的上下限对应的具体数额（元/天）。

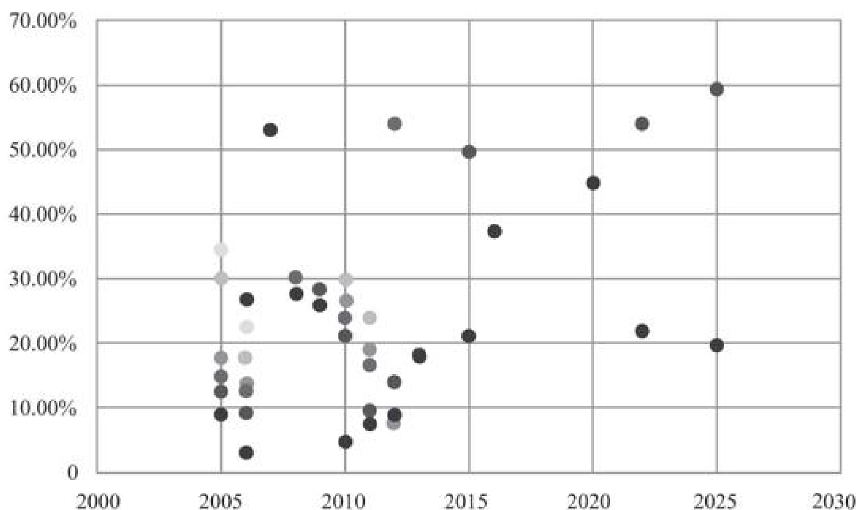


图1 不同文献估算出的我国不同年份中等收入群体比重

注：横轴是年份，纵轴是中等收入群体比重；图中的每个圆点代表每篇文献。

表1 不同界定标准对应的下限和上限

界定标准		1995年	2002年	2007年	2013年	2018年
世界人口收入中位数的67%~200%（当年价格）	下限（户人均收入）	22	28	44	68	83
	上限（户人均收入）	65	83	131	202	247

界定标准		1995年	2002年	2007年	2013年	2018年
10~100美元（2005年购买力平价价格）	下限（户人均收入）	28	32.2	37.6	46.5	50.9
	上限（户人均收入）	280	322	376	465	509
家庭年收入10万~50万元（2018年价格）	下限（户人均收入）	56	61	69	83	91
	上限（户人均收入）	279	304	346	417	457

近20年来，我国中等收入群体规模正在逐渐壮大。表2给出了不同界定标准下使用各年份CHIP（中国家庭收入调查）数据估算出的我国中等收入群体比重。虽然在不同定义下估算出的我国中等收入群体比重存在差异，但都显示，随着近些年我国经济发展和居民收入水平的提高，我国中等收入群体比重在逐渐提高。

表2 在不同界定标准下估算出的各年份我国中等收入群体比重

	界定标准	1995年(中)	2002年(中)	2007年(中)	2013年(中)	2018年(中)	2018年(低)	2018年(高)
全国	世界人口收入中位数的67%~200%	3.6%	10.0%	20.2%	27.3%	29.4%	54.8%	3.0%
	10~100美元（2005年购买力平价价格）	1.4%	7.4%	27.2%	46.1%	54.2%	42.7%	0.3%
	家庭年收入10万~50万元（2018年价格）	0.24%	1.55%	9.52%	25.35%	29.4%	67.5%	0.4%
城市	世界人口收入中位数的67%~200%	8.4%	25.9%	45.2%	48.5%	45.0%	41.0%	4.9%
	10~100美元（2005年购买力平价价格）	3.4%	19.6%	59.1%	74.2%	76.4%	22.8%	0.4%
	家庭年收入10万~50万元（2018年价格）	0.44%	3.80%	24.19%	43.35%	45.6%	53.3%	0.6%

	界定标准	1995年(中)	2002年(中)	2007年(中)	2013年(中)	2018年(中)	2018年(低)	2018年(高)
农村	世界人口收入中位数的67%~200%	0.6%	1.5%	1.8%	7.4%	6.6%	74.1%	0.3%
	10~100美元（按2005年购买力平价价格）	0.2%	1.0%	3.0%	18.1%	20.6%	73.2%	0.1%
	家庭年收入10万~50万元（2018年价格）	0.12%	0.39%	1.15%	9.23%	5.7%	88.1%	0.1%

而且，无论是使用全世界200多个国家收入中位数的67%~200%的国际标准，还是使用国家统计局的标准，数据结果都显示，随着我国经济的高速发展和居民收入的提高，中等收入群体比重从2002年的微乎其微，增长到2018年的29%左右，我国居民收入分布也逐渐向“橄榄形”转变。虽然我国中等收入群体比重依然偏低，但绝对规模还是相当可观的。2018年，我国中等收入群体规模已达4.1亿，约相当于当年美国总人口的1.25倍。

（二）不同经济增长率下中等收入群体比重的趋势预测

我们使用全世界200多个国家收入中位数的67%、200%作为定义我

国中等收入群体的下限和上限，并在3%、4%、5%、6%、6.5%经济增长率的假定情形下，根据CHIP数据中家庭收入分布，估算了我国2025年、2030年、2035年的中等收入群体比重。

关于2025年、2030年、2035年定义中等收入群体的上下限，由于世界银行、国际货币基金组织等国际组织对全球经济增长的官方预测都只到2020年、2021年，没有更久远的预测，所以，我们首次借鉴国际上权威学者现有研究的做法，假定从2020年到2035年世界经济年均增长率为3%，并且收入分布不变。基于上述两个假定，并利用2020年的世界各国人均GNI（国民总收入）的信息，我们首先估算出2025年、2030年、2035年世界所有国家人均GNI中位数，并把此中位数的67%、200%作为定义我国2025年、2030年、2035年中等收入群体的下限和上限。

然后，根据世界银行公布的各个年份的购买力平价指数（PPP），将用美元衡量的上下限换算成用人民币衡量的上下限，并除以365天，得出以“元/天”为单位的上下限。

最后，在收入分布不变的假设下，在6.5%、6%、5%、4%、3%不同收入年均增长率的情境中，我们估算了2025年、2030年、2035年的中等收入群体比重。从图2可以看出，如果增速为6%，到2025年和2035年我国中等收入群体比重将达到37.7%和44.3%；如果增速下降至3%，则我国中等收入群体比重只能徘徊在29%左右的水平。由此看出，提高我国中等收入群体比重，保持一定的经济增长速度至关重要。

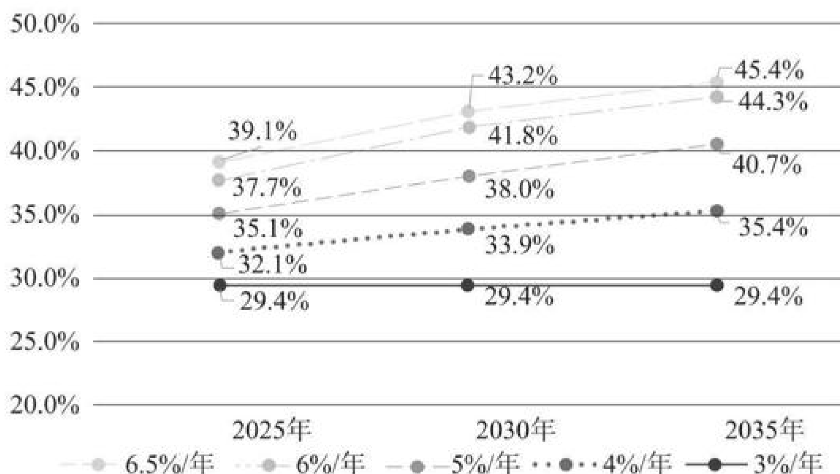


图2 不同增长率假定下我国未来中等收入比重的估算

（三）中等收入群体的基本特征

1.我国中等收入群体整体特征

我国中等收入群体主要分布于城市地区及东部地区，即经济发达的省份，受教育程度以高中学历为主。

我国中等收入群体储蓄率偏高。中等收入群体储蓄率中位数在40%左右，高于低收入者和贫困人口。这也意味着我国中等收入群体规模的扩大，并不一定意味着消费率的上升，尽管消费量的总体数额增加了。

中等收入群体更多的是工薪阶层，而不是自主经营、企业主等商业人员。我国60%以上的中等收入群体以工资性收入为主，仅有14%左右的中等收入群体以经营性收入为主。财产性收入在中等收入群体的可支配收入中所占比重在10%左右，远低于发达国家。未来要扩大中等收入群体比重，采取相应措施增加人们的财产性收入来源是重要途径之一。

2.我国中等收入群体子群体的异质性

若按收入来源分，我国约3/4的中等收入群体属于工薪阶层。我国60%的中等收入群体以工资性收入为主（工资性收入比重≥50%），14%左右的中等收入群体以经营性收入为主（经营性收入比重≥50%），仅有3%左右的中等收入群体以财产性收入为主（财产性收入比重≥50%）。

若按职业分，我国约1/3的中等收入群体为党政机关事业单位、企事业单位负责人、专业技术人员和办事人员（我们通常所称的“白领”），约1/4的中等收入群体为商业服务业人员，另有16.2%为生产运输设备操作人员，从事农业生产的农民仅约占4%。

若按户口和流动状况分，我国约3/4的中等收入群体属于城市居民，仅有10%左右的中等收入群体是拥有农村户籍且居住在农村地区的农村居民，另有约17%的中等收入群体是流动到城市工作的农民工群体。中等收入群体中的农村居民、农民工，比城市居民更加集中于东部地区。

3.我国中等收入群体规模和收入增长不太稳定

在中等收入群体下限标准附近分布着大量中等收入边缘群体，他们既包括一些低收入群体，也有不少“脆弱”的中等收入群体。这些“脆弱”的中等收入群体的收入可能因工作变动、失业、家庭变故等不确定因

素而受到严重影响，甚至使他们跌落为低收入者。

无论是中等收入群体中的农民工还是农村居民，都主要工作于个体或民营企业等私有部门，他们的就业和收入存在很大的不稳定性，享受不到像城市居民那样完善的社会保障和公共服务，未来生活存在很大的不确定性。一旦发生外部冲击，比如2020年的新冠疫情，他们这些“脆弱”群体会首先受到影响。

所以，提高中等收入群体比重的关键，是使相当一部分低收入群体上升到中等收入群体，同时也要防范刚刚越过中等收入门槛的群体降为低收入群体。

对此，要加强社会保障体系建设，按照兜底线、织密网、建机制的要求，全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系，防止社会成员因疾病、失业、家庭变故、年老等陷入生活困境。

二、我国当前相对贫困的状况

在贫困测量中，核心的问题是选择贫困线（或扶贫标准线）。贫困线的选择需要同时考虑贫困人群的发展需要和公共部门的服务供给能力，因此既要有价值判断，也要有现实考量。

随着我国经济的发展和居民收入的增长，使用绝对贫困线匡算出的贫困人口规模较低，绝对贫困线已经不再适用于我国当前经济的发展和减贫的诉求，而应当参考国际上相对贫困线的设置惯例引入相对贫困线。考虑到我国城乡二元经济结构，我们建议，农村和城镇应当分别设置相对贫困线，采用农村居民可支配收入中位数的50%来界定农村贫困人口，采用城镇居民可支配收入中位数的40%来界定城镇贫困人口。

（一）贫困的不同识别标准

1.绝对贫困线：国内官方标准

中国的官方贫困标准主要以绝对贫困标准为主，比如1978年的标准为625元（2000年价格），2008年的标准为1196元（2008年价格），2010年上调标准为2300元（2010年价格）。

2.绝对贫困线：世行标准

关于国际贫困线，比较常用和权威的是世界银行公布的标准。比如，2008年，世界银行公布了两个国际贫困线。一个是根据15个最穷国家的平均贫困线，确定极端贫困标准为1.25美元/人·天（2005年PPP），即“吃饱需要的食品支出，加上宁可挨饿也要换取的非食品支出”，此标准代表基本温饱水平。南美一些中等收入国家采用人均2.5美元/人·天，是目前国际标准1.25美元/人·天的两倍。另外一个是根据发展中国家的国家贫困线中位数，确定高贫困标准为2美元/人·天（2005年PPP），即“吃饱需要的食物支出，加上与吃饱同等重要的非食品支出”，此标准代表稳定温饱水平。

2018年8月，基于2011年国际比较项目（International Comparison Program,ICP）的购买力平价指数，世界银行将极端贫困标准更新为1.9美元/人·天（2011年PPP），将高贫困标准更新为3.2美元/人·天（2011年PPP）。[3]

3.相对贫困线

相对贫困标准主要考虑的不是绝对收入水平，而是相对收入水平，其隐含的假定是在经济发展到一定水平时，基本温饱已经不是社会关注的重要问题。在收入水平增长到一定程度，相对贫困标准能更好地瞄准社会需要帮扶的群体。目前，发达国家大多使用相对贫困线，比如欧盟的贫困线是收入中位数的60%，经济合作与发展组织提出以居民收入中位数的50%作为贫困线。

随着我国近些年相对较快的经济增长和居民收入增长，逐步引入相对贫困线是一种趋势。

（二）不同标准下我国城乡的贫困状况

1.农村贫困状况

为考察农村贫困状况，我们使用了4种不同的贫困线：一是世界银行提出的极端贫困标准，即1.9美元/人·天（2011年PPP）；二是世界银行提出的高贫困标准，即3.2美元/人·天（2011年PPP）；三是国家统计局提出的每年人均2300元（2010年价格）；四是农村相对贫困线，即农村人均可支配收入中位数的50%。

由于农民收入水平较城镇居民收入水平要低，以50%作为系数是适宜的（参照OECD的相对标准）。如果太低（比如30%或40%），估算

出的贫困率与绝对贫困线下得出的贫困率相差不大，失去了设置相对贫困线的意义。如果将60%作为系数，得出的贫困人口比重过高，超出了政策干预能力的范围，也没有实质性的意义。

表3给出了4种不同的贫困线在各年份对应的人民币数额。

表3 各贫困线对应的人民币数额（元/人）

贫困线		2002 年	2007 年	2013 年	2018 年
国内相对标准：农村可支配收入中位数的 50%（当年价格）	日收入	3.1	5.2	12.0	14.3
	年收入	1124	1894	4373	5220
国内绝对标准：国家统计局新贫困线，即 2300 元 / 人 · 年（2010 年价格）	日收入	4.9	5.7	7.0	7.6
	年收入	1798	2091	2565	2789
国际绝对标准：世界银行极端贫困标准，即 1.9 美元 / 人 · 天（2011 年 PPP）	日收入	4.3	5.0	6.1	6.6
	年收入	1557	1811	2222	2415
国际绝对标准：世界银行高贫困标准，即 3.2 美元 / 人 · 天（2011 年 PPP）	日收入	7.2	8.4	10.3	11.1
	年收入	2622	3050	3743	4068

在绝对贫困标准下，2002—2018年我国农村地区贫困人口比重大幅下降。表4显示，按照世界银行极端贫困标准（1.9美元/人·天），我国农村地区贫困人口比重（贫困发生率）从2002年的约28%下降到2007年的13.12%、2018年的5.08%。按照世界银行高贫困标准（3.2美元/人·天），我国农村地区贫困人口比重从2002年的60.42%下降到2007年的36.8%、2018年的11.74%。按照国家统计局2010年贫困标准（2300元/人·年），我国农村地区贫困人口比重从2002年的36.1%、2007年的约18%下降到2013年的5.75%、2018年的1.7%。

由此也可看出，使用绝对贫困线匡算出的贫困人口规模较低，绝对贫困线已经不再适用于我国农村经济的发展和减贫的诉求，我们建议使用农村可支配收入中位数50%的相对贫困线来定义农村贫困人口。

在农村可支配收入中位数50%的相对贫困线下，我国农村地区贫困人口从2002年的13.58%，逐步上升到2007年的14.58%、2018年的19.04%。

另外，在贫困深度和贫困强度方面，相对贫困标准下的贫困矩和平方贫困矩在2002—2018年持续上升。这意味着，在解决绝对贫困的同时，未来减贫的工作需要兼顾相对贫困人口，尽可能让全国农村居民收入有更快的增长，享受到均等的社会福利和公共服务。

表4 各贫困线下我国贫困人口所占比重

贫困线	2002年	2007年	2013年	2018年
国内相对贫困线：农村可支配收入中位数的50%（当年价格）	13.58%	14.58%	16.72%	19.04%
国内绝对贫困线：国家统计局新贫困线，即2300元/人·年（2010年价格）	36.10%	17.95%	5.75%	1.70%
国际绝对贫困线：世界银行极端贫困标准，即1.9美元/人·天（2011年PPP）	27.99%	13.12%	4.24%	5.08%
国际绝对贫困线：世界银行高贫困标准，即3.2美元/人·天（2011年PPP）	60.42%	36.80%	12.49%	11.74%

注：基于2002年、2007年、2013年、2018年的CHIP数据计算而得，已经调整样本权重。

2.城镇贫困状况

虽然城市居民的收入普遍高于农村居民，但是由于物价水平的不断上涨，生活成本的不断提高，我国城镇地区贫困人口面临着巨大的生活压力。城镇地区无法像农村地区那样拥有可以耕种的土地，无法自主生产粮食等生活必需品，城镇贫困直接表现为收入的不足。有效提高城镇贫困人口的收入是降低贫困人口最根本且行之有效的方法。

考察城镇贫困，也要涉及贫困标准的选择。我们建议参考国际上相对贫困线的设置惯例，使用城镇居民可支配收入中位数的40%作为定义城镇贫困人口的标准。表5给出了该相对贫困线在各年份对应的人民币数额，以及在该相对贫困线下估算出的贫困人口比重。

表5 城镇相对贫困标准和贫困人口比重

		2002 年	2007 年	2013 年	2018 年
城镇相对贫困线：城镇可支配收入中位数的 40%（当年价格）	元 / 人 · 天	7.88	17.25	28.25	33.09
	元 / 人 · 年	2876	6296	10311	12078
城镇贫困人口比重		5.9%	6.9%	8.9%	9.2%

注：基于历年CHIP数据计算而得。

在城镇居民可支配收入中位数40%的相对贫困标准下，近些年我国城镇地区相对贫困程度在不断上升，从2002年的5.9%上升到2007年的6.9%、2018年的9.2%。

在可比口径下，我国相对贫困率高于OECD中的高收入国家，但与中高收入国家相当（如墨西哥、智利、土耳其等国），[4]基本符合我国经济发展阶段特征。

（三）相对贫困人群的分布与基本特征

首先，关于农村贫困分布，我们西部地区贫困问题明显比东部和中部严重。它不仅仅表现在贫困人口的比例（贫困发生率），也表现在非常严峻的贫困深度。西部地区的贫困发生率、贫困矩和平方贫困矩都高于全国平均水平，即贫困人口比重和贫困深度都高于全国水平。西部贫困人口数量较多，整体上的家庭经济水平较差，扶贫难度较大。中部地区贫困家庭的收入水平相对较高，没有很多极端贫困的家庭。东部地区贫困发生率最低，但平方贫困矩略高于全国平均水平，这说明虽然东部地区贫困家庭较少，但仍然存在较大比例的极端贫困的家庭。

其次，关于城镇贫困分布，中部地区的贫困广度和贫困深度严重于东部和西部，即中部地区的贫困发生率、贫困矩和平方贫困矩都高于全国平均水平（见表6）。

表6 我国各地区贫困人口比重和贫困深度

	区域分布	贫困发生率	贫困矩	平方贫困矩
农村	东部	12.43%	0.07908	0.76803
	中部	17.95%	0.07822	0.18479
	西部	27.11%	0.12459	0.15712
	全国	19.04%	0.09338	0.3718
城市	东部	5.91%	0.01793	0.01201
	中部	13.22%	0.05304	0.14093
	西部	9.92%	0.03661	0.04882
	全国	9.17%	0.03344	0.0613

贫困家庭往往伴随着特殊的家庭特征，例如劳动力缺乏、残疾问题、抚养负担重等。第一，家庭劳动力是影响一个家庭经济来源的重要因素，若没有劳动力，该家庭更可能陷入贫困；若劳动力数量较少或受教育水平较低，家庭整体经济水平将相对较低，陷入贫困的可能性也会比较大（见表7）。

表7 各地区贫困家庭与非贫困家庭特征比较

		全国		东部		中部		西部	
		非贫困	贫困	非贫困	贫困	非贫困	贫困	非贫困	贫困
农村	家庭人口数（人）	4.32	4.95	4.18	4.82	4.38	4.96	4.41	5.02
	劳动力平均比例（%）	0.60	0.56	0.60	0.54	0.58	0.54	0.62	0.58

		全国		东部		中部		西部	
		非贫困	贫困	非贫困	贫困	非贫困	贫困	非贫困	贫困
农村	儿童平均比例（%）	0.16	0.20	0.15	0.19	0.18	0.22	0.16	0.19
	老人有严重健康问题的家庭比例（%）	8.42	12.45	5.73	11.18	9.61	12.31	10.38	13.16
	成年人有严重健康问题的家庭比例（%）	7.24	10.04	4.99	10.23	8.48	11.31	8.59	9.06
	劳动力平均受教育年限（年）	8.15	7.63	8.61	8.12	8.14	7.74	7.58	7.32
城镇	家庭人口数（人）	3.57	4.55	3.54	4.71	3.64	4.53	3.53	4.42
	劳动力平均比例（%）	0.49	0.42	0.49	0.41	0.48	0.42	0.49	0.43
	儿童平均比例（%）	0.15	0.22	0.15	0.22	0.16	0.23	0.15	0.20
	老人有严重健康问题的家庭比例（%）	4.99	7.29	4.54	11.8	5.34	6.31	5.44	4.01
	成年人有严重健康问题的家庭比例（%）	3.67	7.95	3.12	3.51	3.90	10.49	4.45	8.45
	劳动力平均受教育年限（年）	11.71	9.21	11.90	9.39	11.46	9.36	11.64	8.77

注：基于2018年CHIP数据计算而得。“有严重健康问题”指有疾病或慢性病且影响正常工作、学习和生活。

第二，从抚养负担看，贫困家庭的老人和儿童比例高于非贫困家庭。无论东部、中部还是西部，贫困家庭中14岁及以下儿童所占比重都高于非贫困家庭。

第三，健康和残疾问题是引起家庭贫困的重要因素。数据结果显示，与非贫困家庭相比，贫困家庭中老年人和年轻人有严重健康问题的比例相对较高。

三、“扩中”的关键是瞄准中等收入群体的潜在来源

随着我国经济社会的发展，将会有越来越多目前属于低收入群体的人进入中等收入群体。这些人包括农民工、小微企业从业人员和个体经营者、低工资就业者、农村多种经营者、乡镇企业工人等。特别是城镇中的农民工，他们的数量已占到城镇就业人员总数的1/3左右，最有潜力进入中等收入群体。应贯彻落实中央精神，积极推进以人为核心的新

型城镇化，加强政策扶持，促使其就业，保持稳定，职业不断升级，技能不断提高，享受到与城镇职工相同的社会保障和基本公共服务，努力帮助他们进入中等收入群体。

我国经济社会发展需要稳定的社会人群基础，中等收入群体无疑是这个人群的主体成员。在全面深化改革中，有必要围绕扩大中等收入群体积极推进制度改革和政策创新。

（一）潜在中等收入群体规模估计

在全国范围内，有约70%的人口的收入低于中等收入群体的下限，属于贫困人口和低收入者。其中，那些收入低于中等收入群体的下限但接近下限的人群，是我们下一步扩大中等收入群体比重需要重点关注的对象，或者说是我国中等收入群体的潜在群体。综合我国扩大中等收入群体的目标和实际可行性，我们将收入介于下限的80%与下限之间的人群视为潜在中等收入群体。数据结果显示，该群体所占比重约为15%（见图3）。

（二）潜在中等收入群体的特征和蕴含的政策建议

我国潜在中等收入群体约一半分布于东部地区，整体受教育水平很低，一半以上为初中及以下学历，职业主要是商业服务业人员和生产设备运输操作人员，主要集中于制造业、批发和零售业、建筑业、居民服务修理等服务业，且主要为个体户和工作于私营企业的员工。从这个角度来讲，大多数潜在中等收入群体主要工作于私有部门，仅有很少数工作于公共部门，从事农业生产的也非常少。所以，未来要扩大中等收入群体，提高潜在中等收入群体的收入，使之成为真正的中等收入群体；要大力发展民营经济、私营企业，仅仅依靠发展农业、发展国有大中型企业是不够的。

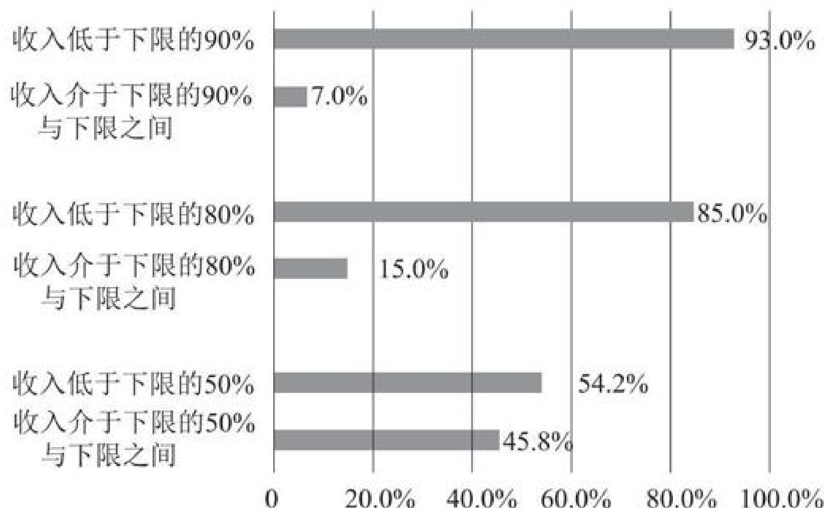


图3 低于中等收入群体下限标准10%、20%、50%的人群规模

在潜在中等收入群体里，城市居民占到40.5%，农村居民占到22%，农民工占到18.8%，有农转非经历的城市居民占到18.8%。其中，潜在中等收入群体里的农村居民和农民工，比潜在中等收入群体里的城镇居民受教育程度更低，也更加集中于东部地区。他们更多的是个体户和工作于私营企业的员工，职业为商业服务业人员和生产运输设备操作人员的比例也更高。即便是潜在中等收入群体中的农村居民，也有45%是商业服务业人员和生产运输设备操作人员，仅有7%左右属于从事农林牧副渔生产的人员。

这也说明，要想使更多的农村居民成为中等收入群体，仅仅发展第一产业——农业是不够的，还要着力采取措施，拓宽农村居民的收入来源渠道，提高他们的非农收入来源。潜在中等收入群体中的农村居民和农民工的储蓄率比潜在中等收入群体中城市居民的储蓄率还要高。这与我国城乡二元分割体系有关。由于我国农村居民和农民工享受不到城市居民那样的社会保障、公共服务，所以他们会将更高比例的收入储蓄起来以备不时之需。

根据收入来源来划分，约2/3的潜在中等收入群体的主要收入来源是工资性收入，他们主要是工作于私营企业、受教育水平很低的普通员工，小部分是工作于党政机关事业单位和国企里的、受教育水平很低的、底层的低技术员工。另外一部分是那些从事商业和服务业的个体户，即大家通常所说的“小商小贩”。还有一部分是那些靠养老金、退休

金等能过着基本生活勉强度日的老年人。其中，以经营性收入为主的潜在中等收入群体的储蓄率（中位数为45%，平均数为37.7%）明显高于以工资性收入为主的潜在中等收入群体的储蓄率（中位数为35%，平均数为31%）。

这也反映出，以经营性收入为主要收入来源的潜在中等收入群体，他们约3/4工作于私营企业或是个体户，其营商环境存在很大的不确定性，就业不稳定，收入也不稳定，他们享受不到像城镇职工那样完善的社会保障和公共服务，自己未来的医疗、养老、子女教育等都没有保障，所以为应对未来一系列的不确定性，他们有很强的意愿将一部分收入储蓄起来以备不时之需。

若根据职业来细分潜在中等收入群体，约一半的潜在中等收入群体是商业服务业人员和生产运输设备操作及相关人员，他们的受教育程度整体偏低，主要是初中及以下学历，仅有16%左右拥有大专及以上学历。剩下的潜在中等收入群体中，职业多为党政机关企事业单位负责人、专业技术人员、办事人员，他们也主要是低学历、技术含量低、随时可能被淘汰或替代的底层普通员工。

四、缓解相对贫困的政策目标和手段

（一）缩小贫困人群与其他人群的发展差距

缓解相对贫困的目标不是消除相对贫困，而是不断缩小贫困人群与其他人群的发展差距，使其收入增长与社会保持同步，获得更多的发展机会。从长远角度看，提高贫困居民的人力资本，提升其可行能力，是缓解相对贫困的最有效利器。持久性扶贫项目及社会保障网络的架构更有助于相对贫困的缓解，但也不能忽视某些即时性扶贫政策的重要性，因为后者为贫困家庭提供了最后一道保障线。因此，在缓解相对贫困的整体目标下，持久性扶贫项目、社会安全保障网络构建，以及即时性扶贫项目在短期缺一不可，并应长期相互关联，融为一体。

（二）构建“三位一体”的联动纾困政策体系

为了缓解相对贫困，我们建议构建“社会救助—社会保护—能力开发式”扶贫的“三位一体”联动的政策体系。

首先，“救助式扶贫”强调对最贫困群体采取兜底式保障。救助式扶贫旨在通过政府精准的扶贫瞄准定位，对极端贫困人口（如残疾、病患、缺乏劳动能力的老年人和孩子等群体）予以资金救助，以及对那些短期因遭遇天灾人祸而突然陷入贫困人群予以帮助。

其次，“社会保护式扶贫”强调对贫困人口基本社会保障的构建。这些保障机制包括医疗体系的建设、学校建设，以及相应的教育保障、医疗、养老保险等福利待遇的配套供给等。这层保护网的目的是在发展中给贫困居民提供与非贫困居民类似的发展机会，创造公平起点，同时有利于降低返贫概率。

最后，“能力开发式扶贫”强调致富能力的提升。利用当地的自然和人力等资源，为贫困居民创造自我积累和自我发展的机会。实施手段具体包括：提供教育培训机会，兴办工厂或鼓励创业以创造就业机会，兴建道路，改善农田质量，等等，从而更有效地缓解一般相对贫困人口的贫困问题。

（三）缓解相对贫困要增强针对性

一是，为有劳动能力的相对贫困和低收入人群提供就业机会，提高其人力资本。从缓解相对贫困的根本目的上看，如果能让相对贫困居民获得自力更生的能力，将是扶贫政策的最优状态。对于具备劳动力的家庭，若劳动力素质相对较低，应以提高人力资本水平的政策为主，比如，给他们提供职业和技能培训的机会或相关资金支持等。若劳动力具备一定素质，但由于交通、当地经济发展环境等原因难以获得收入，应以能够提供更多就业机会的一些生产性扶贫项目为主，以及进行基础设施建设、公路建设等，从而帮助有劳动能力的相对贫困人口和低收入群体进入劳动力市场，使之获得稳定的就业和稳定的收入。

有研究表明，产业开发项目对提高贫困居民的收入和改善其生产条件的帮助更大、定位更准；而一些有利于改善农户生产、生活状况的基础设施建设（如道路、饮水、沼气池、移民搬迁等）则有待进一步提高其定位效率。

在实施这些项目的时候，要注重东、中、西部地区的协调发展，加大对西部地区的财政转移支付力度，缩小东西部差距。

二是，对老人、儿童、残疾人等尚不具备或丧失劳动能力而缺乏增收创收能力的特殊群体，采取资金上的定期扶持等方式，以保证其基本

生活。最低生活保障制度不仅可以减轻相对贫困家庭的养老经济压力，也可以使家庭中每一个成员的生活质量有实质性的提高。应建立适当的大病医疗保障机制、纯粹资金帮扶的救济机制，防止因病返贫。

三是，对那些有劳动能力但暂时或偶尔陷入贫困的家庭给予有针对性的选择性救助。选择性救助包括生活救助、医疗救助和教育救助等。选择性救助一般需要有时限，目的是帮助这些人渡过暂时性难关。暂时性贫困人群往往是由突发性事件或新生的家庭需求而导致贫困，其返贫原因和陷入贫困后的家庭情况也经常不同，故个性化方案的设置也非常重要。比如，对在“新农合”报销医疗费后仍有困难的家庭提供医疗救助；在减免义务教育阶段的学杂费的基础上，对贫困和低收入家庭的子女在义务教育阶段以后的学习实施教育救助；等等。

四是，构建普惠型社会福利体系。主要是通过构建健全的教育、医疗、养老等福利体系，对贫困人口和低收入群体提供基本福利保障。这不仅能够从基础能力上保障广大贫困群体的发展，同时，医疗和社会保障等福利水平的提高，也是社会保障制度发挥社会投资和预防贫困作用的关键所在。

五是，针对非贫困户但处于相对贫困线附近的“脆弱”低收入群体，应该采取措施防止他们因各种原因跌落为“贫困人口”。从大的环境来说，稳定非贫困户的收入水平主要依赖整体经济环境和家庭劳动力的稳定性。对此，加强对劳动力市场的监督，完善劳动力市场制度是关键。同时，对于有需求的劳动力，给他们提供足够的技能培训条件也是重要支持。另外，拥有健康的体魄才能稳定地获得收入来源，因此当地卫生健康方面的建设也应得到重视。

五、扩大中等收入群体所产生的增加消费需求效应

一般来说，中等收入群体的稳固与扩大，会带来住房、汽车、旅游、教育、耐用消费品和新兴服务业的旺盛需求。这在引导社会消费、促进消费升级的同时，会创造巨大的市场购买力，使得消费成为经济增长的重要拉动力。

中等收入群体消费支出占全国的比重将近50%。中等收入群体是市场消费的主体。2018年，CHIP数据显示，虽然我国中等收入群体的人口规模在全国仅占29.4%，但中等收入群体的消费总支出约占全国总体

的46.5%，将近一半。其中，居住消费支出占全国的47.7%，医疗支出占全国的43.2%，教育支出占全国的45.2%。

近些年，我国中等收入群体消费的升级型特点比较突出，并成为推动消费结构从物质型消费为主向服务型消费为主转型的内在动力。近几年，各收入群体用于家庭设备、衣着鞋帽、日用品等家庭日常支出的比重上升，其中中等收入群体家庭日常支出比重上涨幅度最快。各收入群体住房支出比重翻番，且住房支出比重随收入阶层提高而不断上升，这与这些年房价快速上涨有直接关系。中高收入者医疗保健支出比重有所上升。随着收入阶层的提高，食品等生存型支出的比重不断下降。

不过，与发达国家相比，当前我国中等收入群体消费级别、消费品质还有些偏低，有待进一步提质升级。基于2018年CHIP数据的估算结果显示，我国中等收入群体日常消费仍以为满足衣食住行等较低层次基本需求的生存资料消费支出为主，占到80%以上；排在前三位的依次是食物支出（28.6%）、居住支出（24.4%）、交通通信支出（13.1%）。而发展性消费支出所占比重较低，比如，教育支出仅占10.7%，医疗支出仅占6.8%，这也说明我国中等收入群体的消费级别、消费品质还有些偏低，与发达国家还存在差距。这也与近些年物价上涨、房价上涨等导致人们生活成本、居住成本等提高有一定关系，同时也是我国中等收入群体存在“消费降级风险”的一个原因。

消费结构升级不仅将催生新供给、新产业、新业态，还将带来较高收入的就业机会。例如2016年上半年，教育、娱乐、医疗保健等服务行业用工需求同比增长分别为57.1%、40.2%、13.6%，这些行业的收入水平明显超过传统服务行业。可以预期，消费结构升级及制造业服务化的快速发展，将为扩大中等收入群体提供新的空间。

（一）中等收入群体的消费率偏低，消费需求有待进一步释放

我们利用2018年CHIP数据，并根据上文提出的相对贫困线和定义中等收入群体的上下限，将全部样本分为相对贫困群体、低收入群体、中等收入群体、高收入群体；然后分别计算每个收入群体的消费率，即每个家庭的消费支出占本家庭可支配收入的比重。

全国范围内，我国中等收入群体的消费支出占可支配收入的比重约为65.16%，整体偏低（见表8）。其中，农村中等收入群体的平均消费

率（53.19%）低于城镇中等收入群体（66.25%），这和农村中等收入群体的就业、收入的不稳定性和脆弱性有一定关系。这也意味着，若农村居民和农民工能够享受到和城镇居民均等的社会保障和公共服务，他们的消费率将会进一步提高，消费需求将会得到释放。

无论全国还是进一步区分的农村和城镇，数据都显示，我国中等收入群体的消费率比低收入群体还低。随着人们收入的提高以及从低收入群体上升到中等收入群体，他们将会把更高比例的收入储蓄起来，而不是用于当期消费。这反映出，由于我国健全的社会保障制度还没有建立起来，再加上高房价、高物价和高意外支出等因素，使得我国中等收入群体普遍具有脆弱感和焦虑感，他们会将相当大一部分收入储蓄起来，而真正用于消费的比例并不高。中等收入群体的消费拉动作用没有充分体现，这明显不利于扩大内需特别是消费需求。新的需求增长动力亟待形成。

所以，我们要采取措施推进相关政策改革，提高中等收入群体的消费率，让中等收入群体既能消费也敢消费，从而达到拉动消费、促进经济增长的目标。

表8 各收入群体的消费率

	全部样本		农村		城市	
	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值
相对贫困群体	125.80%	158.99%	153.90%	187.50%	98.57%	120.71%
低收入群体	73.59%	84.92%	75.09%	88.60%	72.06%	80.63%
中等收入群体	59.47%	65.16%	45.84%	53.19%	60.54%	66.25%
高收入群体	46.20%	53.45%	24.94%	35.32%	46.24%	53.64%

注：基于2018年CHIP数据估算而得。消费率＝消费支出/可支配收入。

（二）对三大人群比重的变化带来的消费效应进行模拟分析

当人们的收入变化时，收入对消费的影响可以分解为两种效应：一是收入效应，即消费率不变，仅收入发生变化带来的消费支出的变化；二是价格效应，即收入不变，仅消费率发生变化时带来的消费支出的变化。

基于2018年CHIP数据，我国做了一个简单的消费需求变化模拟：潜在中等低收入群体（低收入群体）中的20%、50%、80%、100%成为中等收入群体后，对全社会平均消费率变化的影响。这里假设两种情景：一是潜在中等收入群体成为中等收入群体中每个收入组的概率是相等的，二是潜在中等收入群体只是等概率地成为收入中位数以下的中等收入群体。

表9显示，随着我国中等收入群体规模的扩大，消费支出的总规模会显著提高。具体的提高幅度，与新增加的中等收入群体规模以及他们收入提高的幅度密切相关。

表9 8种情景下的消费需求变化模拟

不同的低收入群体		价格效应	收入效应	总效应
低收入群体中收入较高的20%上升到中等收入群体	假定1：潜在中等收入群体成为中等收入群体中每个收入组的概率是相等的	−1%	8.63%	7.63%
	假定2：潜在中等收入群体只是等概率地成为收入中位数以下的中等收入群体	−0.77%	4.22%	3.45%
低收入群体中收入较高的50%上升到中等收入群体	假定1：潜在中等收入群体成为中等收入群体中每个收入组的概率是相等的	−3.64%	25.39%	21.75%
	假定2：潜在中等收入群体只是等概率地成为收入中位数以下的中等收入群体	−2.96%	14.39%	11.43%
低收入群体中收入较高的80%上升到中等收入群体	假定1：潜在中等收入群体成为中等收入群体中每个收入组的概率是相等的	−7.56%	38.97%	31.41%
	假定2：潜在中等收入群体只是等概率地成为收入中位数以下的中等收入群体	−6.53%	28.91%	22.38%

不同的低收入群体		价格效应	收入效应	总效应
低收入群体全部上升到中等收入群体	假定1：潜在中等收入群体成为中等收入群体中每个收入组的概率是相等的	−12.74%	62.79%	50.05%
	假定2：潜在中等收入群体只是等概率地成为收入中位数以下的中等收入群体	−11.53%	40.77%	29.24%

注：基于2018年CHIP数据计算而得。

另外，如果没有外界政策的干预，中等收入群体规模的扩大带来的消费支出总额的提高，主要来源于收入效应，而不是价格效应。价格效应反而不利于消费支出总额的提高。这进一步说明，我们要采取措施推进相关政策改革，让中等收入群体既能消费也敢消费，提高他们的消费率，释放他们的消费潜力，从而达到拉动消费、促进经济增长的目标。

综上所述，若从中等收入群体的角度提高社会需求，政策的着力点应该放在两方面：一是如何提高中等收入群体比重，二是如何提高中等收入群体的消费率。

六、“扩中”和提高消费率的策略

总体来看，中等收入群体是消费的主力军、经济增长的动力来源和社会稳定的压舱石。在未来，一方面，要着力扩大中等收入群体规模，另一方面要着力提高中等收入群体的消费率，让中等收入群体既能消费也敢消费，从而达到刺激需求、拉动经济增长的目的，提升中等收入群体对经济增长和社会稳定的边际贡献。

（一）扩大中等收入群体规模，改变消费需求的着力方向

1.制定差异化的策略

虽然以各种不同标准定义的我国中间群体比重还存在较大争议，但不管以哪种标准或方法定义，关于城市白领群体、城镇自营就业的商贩群体、小微创业者、技能人才和科研人员等都应该是中间群体的重要组成部分；基层干部队伍、农村中先富起来的新型职业农民和相当数量的

农民工，也应该是其中的重要成员。不同职业群体面临的主要问题和诉求存在很大差异，如小微企业创业者的诉求在于经营环境的改善，而白领的主要问题在于教育医疗负担的减轻，等等。针对不同中等收入群体面临的不同问题，有区别性地解决他们的政策诉求是非常重要的。因此，在“扩中”和提高消费率的政策设计中，应该避免从国家层面制定一刀切的数量标准，而应该瞄准群体的实际收入和消费增长的效果，让重点群体增收，以带动相关群体发展，并提高这些群体的消费增长，这才是扩大中间群体政策的根本目标。

2.“提低”是提高中等收入群体比重、提高消费率的主要出路

我国目前的收入差距处于高位，低收入者人数仍然很多，低收入群体并没有从经济增长中同步获益。未来要扩大中等收入群体比重，根本着力点还在于提高低收入者的收入水平，使其进入中等收入群体，并刺激他们的需求，而不是把高收入者的收入拉下来成为中等收入群体。

除了进一步“提低”，让低收入者进入中等收入群体，还要稳定住已经存在的中等收入群体。对收入流动性的研究发现，当前有一部分中等收入群体掉入低收入群体，主要是因病致贫、因学返贫，当然各种意外冲击也使相当一部分中等收入群体又重新回到低收入群体。也正是因为这些不确定因素的存在，人们会将很大一部分收入储蓄起来以备未来不时之需，减少当期消费。从这个角度来看，完善医疗保险、养老保险和失业保障等各种社会保障制度，增强政策的托底保护，应该是未来“扩中”和促进消费的政策核心。

3.通过减负来稳定中等收入群体

在城镇，教育、医疗和养老等高昂的生活成本在很大程度上侵蚀了中等收入群体的生活水平，它严重制约了工薪阶层积累财富的能力，也压制了中等收入群体的消费需求。所以，有关教育、医疗和养老等方面的政策也需要进一步改革，从而支持我国中等收入群体比重的稳定快速增长，并释放他们的消费需求。

4.农民工是未来“扩中”的主要来源，也是消费的主力军

一要给农民工同城市居民一样的地位和权利。居住、劳动就业、上学等是人人应当享有的基本权利，如果进城务工农民不能享有，很容易被边缘化。二要给农民工更多的居住和就业的机会，这是农民工进城最基本的两大诉求，也是制约他们消费的两个主要因素。拉美城市化陷阱的一个深刻教训，就是在居无定所、无所事事，最后沦为流民上面。三

要为农民工来去自由创造条件。城市化建设要尽量少占用农地，进了城的农民依然为他们保留一段时间的责任田，如果他们在城里无法生存下去，还可以打道回府，重操农耕旧业。四要把农民工生产生活纳入城市发展规划。政府在制订规划时，要在力所能及的范围内照顾到进城农民工及其家属的需要，使他们融入城市政治、经济、文化生活，成为合格的市民。五要加强转移农民流出地的新农村建设。当前，要特别注重解决农村留守人口——妇女、儿童、老年人的物质生活、精神生活和社会参与等方面的困难和问题。通过土地确权、提高土地利用率，改革和发展规模经济，开辟新农村富裕建设之路，在促进一部分人率先进入中等收入主流群体的同时，提高他们的消费能力。

5.提高财产性收入是主要方向

对中等收入群体来说，财产性收入通常是构成其收入的重要来源。未来要扩大并稳定中产收入者，提高他们消费需求的重要着力点就是，逐步放宽金融市场准入条件，深化以银行为主的金融体系改革，加快发展多层次资本市场，鼓励金融产品创新，开发适宜投资需求的金融产品，拓宽城镇居民利息、股息、红利、租金、保险等财产性增收渠道；同时，要深化农村土地制度改革，推进宅基地流转、置换方式创新，让农村居民合理分享土地升值收益。财政资金投入农业农村形成的经营性资产，要折股量化到户，通过收益分配制度改革，来稳步提高财产性收入。扩大农村中等收入群体，当务之急是在严格农村土地用途管制和规划限制的前提下，赋予农民土地财产权，对农村承包地、宅基地、集体经营性建设用地实行所有权与用益物权分离，所有权归集体，用益物权或财产权归农户。农户凭借对土地的用益物权对土地进行抵押、担保和转让，可获得财产性收入。以农村“三块地”为抵押，撬动银行贷款和社会投资，投入农业现代化、新农村建设、农民工市民化、特色小镇建设，让农村居民合理分享地方财政中的土地升值收益。

（二）扩大中等收入群体规模和提高消费需求的政策着力点

收入是结果，但深层次原因则是产业、教育和社会保障等各种相关的政策。因此，要扩大中等收入群体比重，提高他们的消费需求，必须要从经济社会的战略视角去看待，要从产业和就业结构的宏观视角去理解。中国过去长期实行低端的产业结构和廉价的工业产品，通过进出口帮助其他国家创造了大量的中产者，而自身仍然停留在产业和收入水平

的低端，因此要扩大中等收入群体，就必须要采取多种措施，比如从源头上提高教育质量、增加中高端就业比重、调整产业结构等。只有这样，才能从根本上增强中等收入群体的就业和产业结构支撑，也才能有效提升中国经济竞争力。

一是，培育高素质人力资源。以教育促进经济政治社会协调发展，推动经济增长与产业结构升级，进而提升相应从业者的收入，扩大中等收入群体的比例。教育、医疗和养老等高昂的生活成本侵蚀了中等收入群体，也制约了他们的消费需求，因此要把更多财力用于教育、卫生等基本公共服务支出，从而支持中等收入群体稳定增长，并提供他们的消费需求。

二是，打破行政性垄断，放宽准入，开放市场，促进城乡要素市场的双向流动。鼓励农民进城，进一步推进户籍制度改革和基本公共服务均等化；城里人也可以下乡，形成城乡一体化发展格局。开放行政性垄断基础产业的准入，农村集体建设用地、宅基地等进入市场，完善竞争环境和政策，推动优胜劣汰、产业升级，进一步对内对外开放服务业，改革监管体制，调整相关利益格局，推动“互联网＋”等新技术与实体经济的融合，进一步开放要素市场，促进创新要素的流动与聚集。重点是实质性推进国企、土地、财税、金融、政府体制、对外开放等领域的改革，尤其是基础产业、生产性服务业和体现消费结构升级的生活性服务业。

三是，着力改善营商环境。若按职业分，我国约1/3的中等收入群体为商业服务业人员，1/3为专业技术人员和办事人员，另有20%为生产运输设备操作人员，7%左右为党政机关企事业单位负责人，从事农业生产的农民仅约占2%。不少小微经营者、小商小贩等小型经营者是中等收入群体，因此简政放权、支持小商小贩的税收政策和改善营商环境就非常必要。如落实税收优惠、资金补贴等财税政策，促进中小企业和个体私营等经济发展，扶持劳动者创业；在税费减免方面，失业、退役、残疾、毕业生从事个体经营，免除前置审批费用，免收各类行政事业收费等。为了健全企业的创新机制，应当自觉地培育企业家阶层，切实地为这一阶层的形成和发展开辟道路。切实保护企业家的产权、创新收益和其他合法权益，营造依法保护企业家合法权益的法治环境。保护企业家的物权、债权、股权等基础性财产权，加强产权保护。保护企业家的创新专利，特别注意保护人力资本产权，保护企业家自主经营的合法权利。以“两平一同”为核心，为企业家创造公平竞争的市场环境。尤其是

各种合法产权应平等重要、平等待遇、平等保护；依法平等使用生产要素，公开、公平、公正参与市场竞争，同等受到法律保护。塑造新型政商关系，建立社会容错机制，为形成企业家创新营造良好的社会氛围，建立企业家自我约束、自我净化、自我纠错机制。

四是，防止资产价格泡沫的大起大落。当前，股票和房产已经成为相当部分中等收入群体的重要财富载体。例如，中等收入群体所拥有的总财富中70%以上是房产，部分中等收入群体还拥有证券资产。资本市场大起大落，弊病丛生，对中低收入居民产生掠夺作用。地价、房价持续上升，严重增加了中等收入居民的负担，也严重制约了他们的消费需求。每次股市的大起大落，几乎都是对中等收入群体的一次洗劫，房价过快增长则几乎把整个年青一代从中等收入群体拉入低收入阶层。因此，必须要稳定宏观政策，抑制资产价格泡沫，从而防止资产价格的过度上涨给中等收入群体带来的损害。

五是，完善社会保障制度。北欧和西欧的一些国家建立了非常健全、覆盖面很广的社会保障体系，对提升中等收入群体抗风险的能力有很重要的意义，避免了中等收入群体向下流动。社会保障体系涉及养老、义务教育、医疗、住房、救济、抚恤、灾害应急等，这些保障措施在防止中等收入群体向下流动的同时，还能最大化程度上减少中等收入群体的收入不确定性，从而有效提高中等收入群体的消费倾向。

---

[1] 本文作者李实系浙江大学文科资深教授，教育部“长江学者”；杨修娜系国务院发展研究中心副研究员。

[2] 该定义与国家统计局之前提出的将2010年价格下家庭年收入（典型的三口之家）介于8万～40万元之间的家庭定义为中等收入家庭的提法是一致的，只是调整了价格水平。

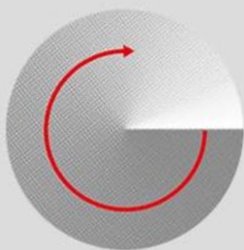
[3] 查阅时间为2018年11月29日，详见网址：http://iresearch.worldbank.org/PovcalNet/home.aspx。

[4] OECD国家的相对贫困率来源于OECD数据库中2015—2018年的最新数据。OECD国家相对贫困线标准为收入中位数的50%。

第三篇

新发展理念

引领高质量发展



“十四五”时期四大战略重点：创新、开放、分配、法治

张晓晶[1]

“十四五”时期，我国面临世界百年未有之大变局和国内社会主要矛盾的变化。就国际而言，存在着新工业革命、逆全球化潮流、民粹主义、全球治理困局、中美经贸冲突加剧等变化；特别是美国的蓄意打压，使得过去中美关系这个对外关系的“压舱石”出现问题，外部环境趋于恶化。就国内而言：一方面，社会主要矛盾转化给高质量发展提出新要求；另一方面，新常态下经济增速的趋缓，叠加周期性因素和长期体制性、结构性问题的积累，构成了“十四五”期间的主要发展风险。

为回应外部环境恶化、国内风险积累以及人民对美好生活的新诉求，“十四五”时期经济社会发展的战略重点应致力于“创新、开放、分配、法治”，一方面提升国家核心竞争力，另一方面推动国家治理现代化，从经济基础与上层建筑两方面实现新时代的高质量发展，为我国未来发展赢得更长的战略机遇，为迈向全面现代化开好局。

创新，是提升国家核心竞争力的主要抓手，有利于新常态下增长动力的转换，也有助于应对技术脱钩风险；开放，是提升国家核心竞争力的重要支撑，是百年未有之大变局下抓住和用好我国发展重要战略机遇期的内在要求，也是后发赶超走向繁荣的必由之路；分配，是完善基本经济制度的重要内容，既可释放消费潜力，形成强大国内市场，又可努力避免收入差距过大带来的民粹主义思潮和社会不稳；法治，是新时代人民对美好生活的新诉求，是“发挥市场的决定性作用、更好发挥政府作用”的制度保障，是国家治理现代化不可或缺的重要方面，亦是把我国制度优势转化为国家治理效能的题中之义。

一、“踢掉梯子”后的创新发展

德国经济学家李斯特曾提出著名的“梯子理论”，即把贸易保护形象

地比作登高用的梯子，以此来分析先发国家（主要是英国）贸易政策的转变。他指出："这本来是一个极寻常的巧妙手法，一个人当他攀上高峰以后，就会把他攀高时使用的那个梯子一脚踢开，免得别人跟上来。"[2]如果将"梯子理论"用于理解当前中美之间的经贸冲突与技术脱钩背后的动因，也非常贴切——已经攀上高峰的美国要"踢掉梯子"。

"十四五"时期的创新发展或许面临的就是美国（将要）"踢掉梯子"后的挑战，中国需要更多依靠自己的力量。尽管这些年我国创新发展取得显著进步，但需要清醒地认识到，创新发展还是我国高质量发展的短板，面临着诸多问题:（1）中国基础科学研究短板依然突出。企业对基础研究重视不够，重大原创性成果缺乏，底层基础技术、基础工艺能力不足。（2）核心技术被卡脖子。工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，关键核心技术受制于人的局面没有得到根本性改变。这在本轮中美贸易战中体现得最为明显。（3）中国技术研发聚焦产业发展瓶颈和需求不够，以全球视野谋划科技开放合作还不够，科技成果转化能力不强。（4）中国科技管理体制还不能完全适应建设世界科技强国的需要，科技体制改革许多重大决策落实还没有形成合力，科技创新政策与经济、产业政策的统筹衔接还不够，全社会鼓励创新、包容创新的机制和环境有待优化。

基于国内外形势的变化，"十四五"期间中国全面推进创新发展的政策重点应包括以下四方面相互关联的内容。

（一）积极应对潜在技术脱钩风险

中国的开放红利或全球化红利，在于作为后发国家，可以向发达国家学习，从而发挥后发优势，实现赶超。图1显示，以知识产权和技术服务的付费来衡量技术进出口，则2017年我国技术进口达290亿美元，而出口仅为50亿美元，出口/进口比为0.2，而同期韩国、德国、日本、美国的技术出口/进口比则分别达到0.8、1.5、2.0和2.5。这从一个侧面反映出中国技术进口的国际依存度还是非常高的。因此，我们要努力避免中美（技术）脱钩。从理性客观的角度看，中国无意挑战美国，也不想取代美国；美国不能左右中国，更无法阻止中国的发展。从全球视角和长周期看，中美可以合作、应该合作的领域比历史上任何时候都多。因此，避免脱钩的原则，一是相互尊重，求同存异；二是管控分歧，避免对抗；三是拓展利益，聚焦合作。实际操作上，应给予两国在制定产

业政策、科技体系和社会标准等方面更大的自由度，允许两国使用精准的政策措施（包括关税和非关税措施）保护本国在产业、技术和社会政策方面的选择，同时避免对贸易伙伴造成不必要或不对称的负担。

为应对中美技术脱钩的潜在风险，根本做法是促进自主创新，保持产业链和价值链的完整，谨防被美国踢出全球价值链。

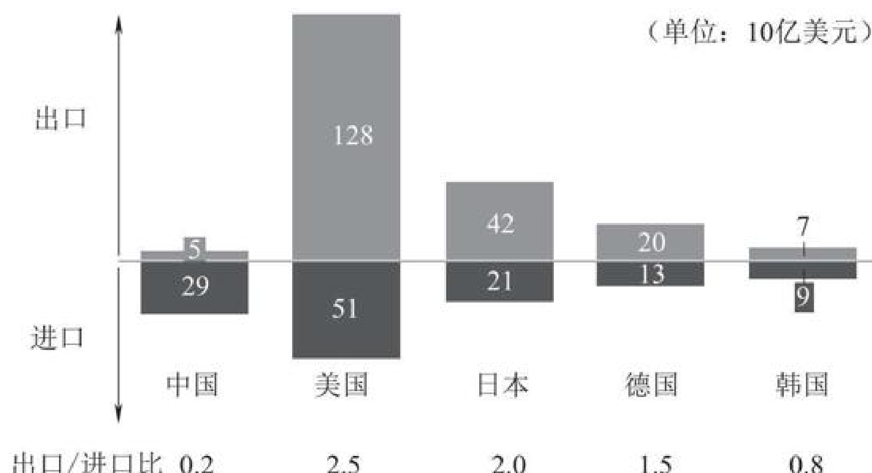


图1 中国技术进出口的国际比较（**2017**年）

资料来源：麦肯锡全球研究院（2019）。

一是发展区域性价值链。面对美国欲同中国脱钩的挑战，应利用我国自身规模优势以及其他国家地区的比较优势与市场（特别是"一带一路"沿线国家），推进产业价值链的延展和升级，打造区域性价值链，最终形成"美国＋1"的市场网络、分工体系以及技术标准系统。需要指出的是，尽管在全球化的背景下，中美完全脱钩的可能性不是很高，并且显然是双输，甚至是多输之举，但我方必须以底线思维未雨绸缪做好充足准备。从全球范围看，供应链的区域化、本土化与多元化已成趋势。我们也只有这样做足准备，才能从根本上避免脱钩和全球产业价值链的断裂。

二是构建自主可控的创新链。"十四五"期间应着力通过建设国家创新体系、改进知识产权保护、提高科研院校研发激励与灵活性等制度优化，充分发挥创新的引领作用，特别是要提高关键核心技术的自主可控，防止外方"卡脖子"。同时，国家经济技术开发区的功能也应从面向区域发展转为面向补足供应链、创新链的短板。近年来，作为开放创新

的主要载体，各地200余个国家级经济技术开发区对于开放创新、技术创新和制度创新发挥了不可估量的积极作用，然而，一些深层次矛盾也逐渐凸显。其中，各地200余个国家级经开区普遍存在碎片化、低水平重复建设、资源利用效率低下等问题，导致经开区对整个产业价值链的带动提升效果不明显，而往往拘泥于对地方经济的贡献。事实上，近年来决策层也出台了若干政策方案，旨在纠正相关缺陷，并顺应形势变化的需要。其中值得关注的是2019年5月，国务院出台《关于推进国家级经济技术开发区创新提升、打造改革开放新高地的意见》，重点强调了将经开区建设置于整体的创新驱动和开放升级之中。基于这一政策思路，在未来“十四五”时期，经开区发展应继续加强顶层设计和整体协调，打破地方—部门的条块分割，使经开区能够更多面向供应链、创新链而非地区。如此才能充分发挥其推进创新发展和产业升级的功能，并能更好地利用广阔的国内市场和完整工业体系的优势，这在经济转型升级、外部竞争加剧的背景下尤为重要。

（二）探索新时代科技创新举国体制新模式

科技创新的举国体制曾经为我国的科技发展和进步做出巨大贡献，典型的如“两弹一星”以及后续的航天工程。但在新的国际国内环境下，需要探索科技创新举国体制的新模式。党的十八届三中全会提出“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”的重要论断，为新时代创新发展指明了根本途径。

在社会主义市场经济体制下，传统举国体制与当前科技快速发展的需要表现出不适应性，过于强调政府规划和国家意志，往往对市场不够敏感，目标或课题设定后纠偏较难，忽视了科学研究特别是基础研究存在不确定性的特点。对过于强调政府作用而忽略市场等其他创新要素的传统举国体制进行扬弃和超越，从均衡治理视角构建科技创新的新型举国体制，实现从政府主导型到多元参与型举国体制的转变，注重政府规划性与科学自主性的均衡，发挥政府作用与市场力量的均衡，实现有组织创新与自组织创新的均衡，把政府推动、市场驱动与科技界能动作用结合起来（黄涛，郭恺茗，2018）。

其一，政府可以发挥顶层设计、平台建立、机制协调以及集中资源办大事的优势。构建新型科技创新举国体制需要一系列机制为基础并形成制度框架：建立国家高层次科技宏观决策机制、跨领域横向协调机制、科学家参与决策机制、官产学研联合研究机制；完善合同约束机

制、项目责任机制、研发组织机制、成本控制机制、绩效评价机制、融资机制、政府采购制度、市场信号政策激励机制、风险防范机制等。在其指引下，面对复杂的国内外形势，一方面应充分调动市场主体的创新积极性和创新能力，同时在关涉国家安全、重大核心技术、关键基础设施等一般企业难以涉足的创新领域，应充分发挥政府和国有企业整合、配置资源的特殊作用，集中攻关、重点突破。此外，还要根据不同对象，充分发挥政府投资基金在创新过程中的引导、带动作用。当然，在政府参与创新的过程中，应当高度重视事前的科学民主决策，以及事中事后的监督问责，切实保证“集中力量办好事”。在此需要指出的是，只有政府和市场、军方与民间、公有制经济和其他所有制经济密切配合、通力协作甚至相互良性竞争，才能构成完整的科技创新举国体制。

其二，突出政府与市场的结合。风险资本是技术创新的开拓者，但风险资本并非孤军奋战，而是离不开政府的支持。风险资本经常是在政府投资并承担创新的不确定性和高风险之后才进入的。马祖卡托（Mazzucato，2013）提出，发达经济体的政府在创新中应该而且能够发挥非常积极的作用，是产业政策而非自由市场促进了创新。政府作为风险投资家，弥合了公共投资与私人投资之间的鸿沟；政府不仅仅是修复了市场（弥补市场不足），还会积极地创造和塑造市场。这实际上颠覆了新古典经济学的一些教条。对美国IT（信息技术）革命、生物技术产业和纳米技术的研究说明，大多数私人风险资本集中在风险投资的中间阶段，而早期阶段则是由美国“小企业创新研究计划”提供融资的。造成这种状况的主要原因是：激进创新的早期阶段在风险投资上具有资本密集、较低的收益预期和需要长期坚守的特点，而私人风险资本对此却不感兴趣，从而使政府不得不担负起这种风险承担者的职责。如果说，风险资本进入不确定性领域的“第一推动力”可以由政府完成，那么，后续的创新过程则主要由市场驱动。在创新全生命周期的不同阶段，都需要政府与市场不同形式的协调配合。

（三）充分发挥企业的创新主导作用

创新本质上是一个市场现象，市场竞争是甄别创新价值的试金石。如果说在模仿和赶超阶段，政府支持下的流程创新可能有效的话，那么在一个自主创新充满着不确定性的更接近前沿技术的阶段，就需要依靠市场机制来探索，由市场来分散风险，企业家也要通过市场机制来获取垄断利润。因此，发挥市场机制的作用是企业家创新得以实现的制度前

提。

要通过改革建立真正“面向市场、依靠市场”的创新要素配置机制。鼓励包括资金、人才、技术在内的一切创新要素自由流动与灵活组合，破除种种不合理的体制机制障碍，如金融管制、（产业）准入限制、户籍制度、人事档案等。最大限度地减少政府对竞争性领域的干预，取消种种不合理的行政审批与许可，降低创业成本，增强对企业家创业失败的宽容度，充分释放微观经济主体的竞争活力。

而在企业创新中，应给予民营企业更多支持。数据显示（见图2），从不同所有制（以及不同规模）企业每亿元研发投资所产生的专利数来看，外资企业处于最高水平，民营企业次之，国有企业殿后。垄断行业的国有企业创新动力往往不足，可以考虑通过放开市场准入，允许民间资本进入这些行业与之开展公平竞争，一方面给民企更大的发展空间，另一方面倒逼国有企业推动创新。还有，中国现在缺少的更多是前沿性技术而非模仿性技术，因此，那种按照既定技术路线模仿前进的想法已难以适应现实需求，需要更多的企业去尝试、去失败。在这点上，民营企业要大大强于国有企业，因为民企更能承担失败的风险。

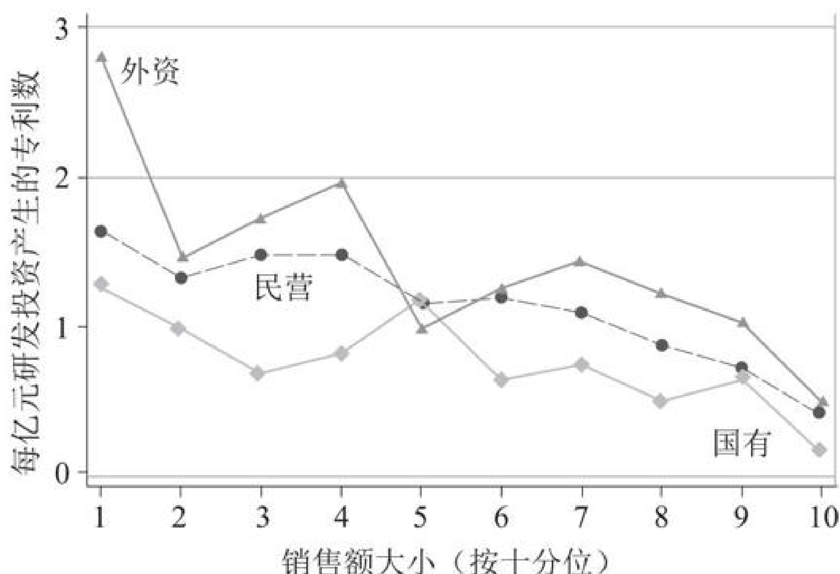


图2 不同所有制（及规模）企业研发投资的效率

资料来源：Wei, Xie, and Zhang（2017）。

（四）保证面向世界的“学习渠道”畅通

尽管面对上述的“脱钩”可能及后危机时代的全球化逆风，但坚定不移地扩大开放，打造开放经济新体制的方向不应改变。同时必须指出，在较长时期内，中国作为发展中国家的地位不会改变，在诸多科技、商业领域同先发国家有较大差距且会持续一段时间。鉴于此，中国必须充分、主动、灵活地借鉴利用先发国家的知识外溢和人力资本。当然，面对新的国际形势，要特别注意知识产权保护、各类企业的竞争中性，以及技术转让等活动的合规性。同时，继续加强同发达国家的人文交流、研发合作等，但应注意保持更高的灵活性和开放度。

这里需要特别提到的是国际科技合作。我们要更加主动地融入全球创新网络，在开放合作中提升自身科技创新能力。越是面临封锁打压，越不能搞自我封闭、自我隔绝，而是要实施更加开放包容、互惠共享的国际科技合作战略。一方面，要坚持把自己的事情办好，持续提升科技原始创新能力，在一些优势领域打造“长板”，夯实国际合作基础。另一方面，要以更加开放的思维推进国际科技交流合作。在当前形势下，要务实推进全球疫情防控和公共卫生领域特别是药物、疫苗、检测等领域的国际科技合作；聚焦气候变化、人类健康等共性问题，加强同各国科研人员的联合研发；逐步放开在我国境内设立国际科技组织、外籍科学家在我国科技学术组织任职，使我国成为全球科技开放合作的广阔舞台。

二、中美脱钩风险下的扩大开放

进一步扩大高水平开放，建设更高水平开放型经济新体制，加快建设与国际高标准贸易和投资通行规则相互衔接的市场规则制度体系，是全面深化改革的题中应有之义，是获取新的全球化红利的必要前提，也是百年未有之大变局下抓住和用好我国发展重要战略机遇期的内在要求。中美脱钩风险背景下的进一步扩大开放，既展现了中国继续推行改革开放的决心，也是在外部环境恶化情况下的主动“突围”之策。

（一）世界面临百年未有之大变局

百年未有之大变局塑造了“十四五”期间我国对外开放的基本语境。

百年未有之大变局的基本要义在于正在发生的“东升西降”的趋势以及由此带来的“东西”之间的角力与冲突。这里的“东”是以中国为代表的

东方，主要是发展中经济体；“西”是以美国为代表的西方，主要是发达经济体。这一大变局悄然发生于改革开放以来中国综合国力的不断攀升，凸显于本轮的中美贸易战，并将在“十四五”及今后较长一段时期进一步演化和深化。

百年未有之大变局蕴含着诸多变化。

一是国际格局加速演变。制度竞争是国家间最根本的竞争。国际上两种趋势、两种力量进入全面较量的关键阶段，中美从合作与竞争逐步走向战略僵持阶段，两国将在经济发展、国家能力、科技、网络安全以及全球治理等领域展开全方位博弈。

二是新工业革命背景下全球产业发展和分工格局出现重大变革。以美国为首的发达经济体对全球产业链和创新链的重构，将严重影响中国产业转型升级的进程和方向；自动化与智能机器人对于传统劳动力比较优势的削弱，以及越南等新兴经济体在劳动密集型产业方面的竞争，直接动摇我国在国际经贸大循环中连接发达经济体与发展中经济体的枢纽地位。

三是世界经济发展的不确定性加大。关于全球长期停滞的悲观论调不绝于耳。全球保护主义逆风叠加劳动力要素供给下降和生产技术水平停滞，导致各国潜在增长率不断下降；国际贸易增速前景堪忧，国际直接投资稳定性严重不足；全球债务水平持续攀高，特别是新兴经济体金融市场风险日益集聚；各个经济体增长周期出现分化，主要发达经济体货币政策负外溢性凸显。

“十四五”期间是我国进入世界舞台中央的关键期，也是我国参与塑造全球新格局的战略机遇期。面对复杂的外部环境，我们必须加快发展更高层次的开放型经济，主动参与国际经贸规则制定，推动经济全球化朝着更加开放、包容、普惠、平衡、共赢的方向发展，为推动建设开放型世界经济体系贡献中国的智慧和力量。这既是顺应大势拓展我国自身发展空间的需要，也是主动作为彰显我国大国担当、为全球经济治理做出贡献的需要。

（二）中国融入世界经济还有相当大的空间

40余年的改革开放，中国已经深度融入世界经济体系。全球化红利的分享助推了中国发展；中国的强劲增长也贡献了全球GDP增量的1/3以上。从经济体量上看，中国已跻身全球大国之列；但从融入世界经济

的角度看，仍有进一步整合的空间。这就是为什么“十四五”期间，我们需要实施更大范围、更宽领域、更深层次的全面开放。

我国进一步融入全球化的空间主要体现在以下几个方面：

一是服务贸易发展严重滞后。中国在服务贸易领域的全球份额尚不及商品贸易，2017年，中国在全球服务贸易总量中的占比为6.4%，约为商品贸易占比的一半（参见图3）；而从全球来看，服务贸易比商品贸易的增速快60%。

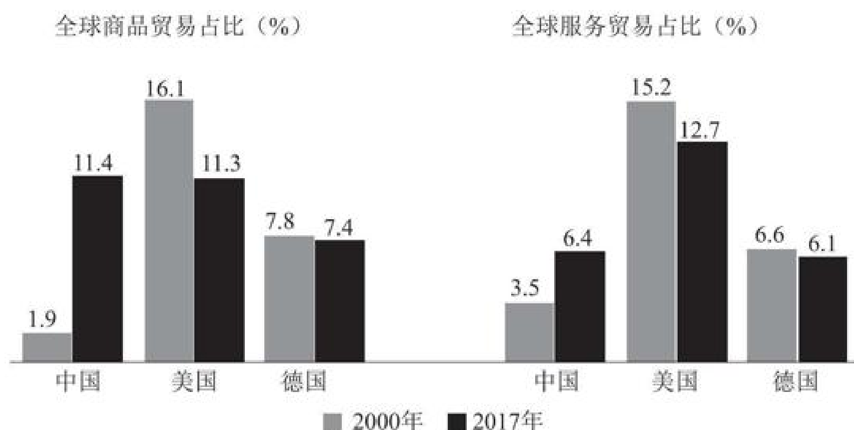


图3 中国服务贸易还有很大发展空间

资料来源：麦肯锡全球研究院（2019）。

二是企业走出去还处在起步阶段。中国企业在境外的营收有所增长，但即使是其中的一些全球性企业，其海外营收的比例仍不足20%。相比之下，标普500企业的平均海外营收比例则高达44%。另外，2018年度全球最具价值品牌100强中仅有一家中国企业。

三是金融体系全球化还有相当长的路要走。2018年，外资在中国银行系统中的占比仅为2%左右，在债券市场中为2%，在股票市场中约为6%。另外，中国2017年的资本流动输入和输出总额（包括外商直接投资、贷款、债券、股权和准备金）仅相当于美国的30%左右（MGI，2019）。

四是全球治理中我国话语权还缺乏分量。在重要的国际组织如联合国、世界贸易组织、世界银行、国际货币基金组织，以及APEC、G20等，中国的影响力在近年来不断上升，但总体上，这些国际组织与多边组织，还主要处在欧美等发达经济体的主导之下，中国的融入度和话语

权都还明显不足。正因为如此，通过扩大开放提高中国与世界经济的融入度，是“十四五”期间的重要任务。

在这个深度整合过程中，如何把握整合的节奏、结构性选择以及由此带来的风险，是需要密切关注的，这包括过度依赖全球价值链、创新链可能带来的“卡脖子”问题，海外投资的安全性保障，因合规要求带来的结构性改革压力，以及健全外商投资国家安全审查制度、反垄断审查制度、国家技术安全清单管理制度、不可靠实体清单等方面。

（三）实施更大范围、更宽领域、更深层次的全面开放

“十四五”期间进一步扩大开放，意味着实施更大范围、更宽领域、更深层次的全面开放。实施更大范围的开放，就是要优化对外开放的空间布局，包括加快自贸试验区、自由港等对外开放高地建设；实施更宽领域的开放，就是要大幅放宽市场准入，包括在更多领域允许外资控股或独资经营等；实施更深层次的开放，就是要推动贸易和投资自由化、便利化，包括健全外商投资准入前国民待遇加负面清单管理等制度。这些新内容意味着扩大开放重心的变化，即从之前商品和要素流动型开放向规则、标准等制度型开放转变，更加突出规则、规制、管理、标准等制度层面的开放。这是习近平在2018年中央经济工作会议上提出的新要求，是更深层次开放的核心要义。制度型开放必然要求大力推进制度变革与创新，在开放领域推动国家治理能力与治理体系的现代化。

1.形成更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放

推动对外开放继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，应从量、质和制度规则三个方面下功夫。

一是扩大对外开放规模。持续扩大服务贸易规模，发展特色服务贸易；实行积极进口政策，利用好中国国际进口博览会等贸易促进平台，向全球扩大市场开放，扩大中国对各国高质量商品和服务的进口。

二是提高对外开放质量。稳步提高出口商品的附加值，优化资本品、消费品贸易结构和贸易方式；促进跨境电商等贸易新业态发展，提升外贸综合服务数字化水平；推动服务外包向高技术、高附加值、高效益方向发展，助推服务外包转型升级；鼓励外资投向新兴产业、高新技术产业、现代服务业等领域；深化同“一带一路”参与国家的贸易合作，优化贸易的国际市场和国内区域布局。

三是完善对外开放制度。进一步发挥自由贸易试验区的制度创新作用，深化管理体制改革；进一步降低关税和制度性成本，继续缩减外商投资负面清单，提升贸易投资便利化水平；进一步健全“一带一路”相关投资政策和服务体系；进一步强化与国际通行规则的对接，推动构建公正、合理、透明的国际经贸规则体系，推动对世界贸易组织进行必要改革。

2.营造更加市场化、法治化、国际化的营商环境

2019年10月，世界银行《全球营商环境报告2020》显示，中国营商环境排名大幅提升15位，名列全球第31位，连续两年入选全球优化营商环境幅度最大的十大经济体（世界银行，2019）。2019年10月8日，国务院（国令第722号）通过了《优化营商环境条例》，并于2020年1月1日起实施。一方面是创造良好的营商环境，进一步开放市场、完善“准入前国民待遇＋负面清单”管理制度，统筹强化知识产权保护与产权保护，调整政府补贴、环保标准等；适应和对接零关税、零补贴、零壁垒等未来经贸规则变化的大趋势，直面关税制度、政府采购公开化等问题。另一方面是以强化竞争政策基础性地位为重点实现市场化改革新突破。全面清理妨碍公平竞争的产业政策，更多采取市场化的手段；确立竞争中性原则，深化国企改革；推动产业政策向普惠化、功能性转变；实现市场监管的重点由一般市场行为监管向公平竞争审查的转变。

3.以“一带一路”倡议为抓手，重塑全球经贸与地缘政治格局

依托“一带一路”，加大对发展中国家特别是最不发达国家援助力度，促进缩小南北发展差距。推动“一带一路”产能合作与服务贸易相融合。通过更加市场化、制度化的方式来保证和提高我国在“一带一路”沿线国家的投资安全与投资收益率。在“一带一路”建设中更多地使用人民币来计价与结算，依托“一带一路”推动人民币的区域化、国际化发展。推动共建“一带一路”高质量发展，加强与相关国家发展战略以及市场、产业、项目有效对接，打造全方位互联互通新格局，聚焦重点国家和重点项目深耕细作。总之，在实施“一带一路”倡议中遵循共商共建共享原则，努力实现政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通，打造国际合作新平台，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放新局面，重塑全球经贸与地缘政治格局。

4.自由贸易试验区为迎接国际规则的重塑未雨绸缪

目前，我国已与25个国家和地区签署了17个自贸协定，自贸伙伴遍

及亚洲、拉美、大洋洲、欧洲和非洲。2020年11月15日，《区域全面经济伙伴协定》（RCEP）15个成员国在历经8年的谈判后成功签署协议，标志着世界上人口最多、成员结构最多元、发展潜力最大的自贸区诞生了。首次采取负面清单方式开展中日韩自贸区谈判，自贸区建设迈入高标准的“负面清单”时代。我国应该以对标国际基本经贸规则为导向，加快自由贸易试验区和中国特色自由贸易港建设进程，实现对外开放新高地的重大突破，尽快形成新型开放大国高水平开放的新布局。高标准高质量建设自由贸易试验区，充分发挥上海临港新片区等示范引领作用，赋予自由贸易试验区更大改革自主权，以制度创新为核心，持续深化首创性、差别化改革探索，加强改革试点经验复制推广，充分发挥自由贸易试验区改革开放试验田作用。建立健全海南分步骤分阶段建设自由贸易港政策和制度体系，加快探索建设中国特色自由贸易港，打造开放层次更高、营商环境更优、辐射作用更强的对外开放高地。推动与世界主要经济体商建自由贸易区进程，不断扩大自由贸易区网络覆盖范围，加快形成立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的高标准自由贸易区网络。

5.积极参与全球治理体系变革

开放型经济本质上要求权利与责任的对等性、国际规则的透明性、全球治理的公平性。国际经贸规则与治理结构正处于重构的关键期，我国应积极参与全球治理体系改革和建设，防止被排除在多边贸易体制与全球规则重构之外。我们应该推动完善国际经贸规则，与国际社会一道共同构建以规则为基础的多边贸易体系，维护多边贸易体制的权威性和有效性。赞成对世界贸易组织进行必要改革，关键是要维护开放、包容、非歧视等世界贸易组织核心价值和基本原则，保障发展中国家发展利益和政策空间。

6.在开放中统筹好发展与安全

越是开放越要重视安全，统筹好发展和安全两件大事，增强自身竞争能力、开放监管能力、风险防控能力。因此，要严格落实国家安全各项制度和要求，抓紧建立健全国家经济安全审查机制，依法合规“留有后手”，保障国家经济安全。特别是金融业对外开放，应坚守底线，有理有利有节开展跨境监管合作；全方位加强互联互通运行监测和风险防控，保障金融市场平稳运行，切实维护国家金融安全和网络大数据安全等核心利益；对于“资本项下的可自由兑换”和“有管理的浮动汇率”的改革要继续推进，但有必要依据我国的实际情况有一定保留，实现金融风险可

控。

三、从制度层面改善收入分配

无论是美国“中产阶级消失”导致的占领华尔街运动，拉美民粹主义盛行导致的经济社会动荡，还是《21世纪资本论》在全球范围内引起的高度关注，都充分反映出收入分配作为“世纪性问题”，关系到国家的长治久安。我国的收入分配状况尽管好于拉美国家，但与同样取得快速增长佳绩的东亚经济体相比还有差距。从国民收入分配格局看，居民可支配收入与人均GDP差距过大，劳动者报酬呈下降态势。与此同时，居民收入差距、财富差距仍然较大，且这些年并未有较大改观，一些研究表明收入分配状况甚至出现了恶化。这既形成了扩大内需特别是消费的障碍，也带来民粹兴起、“仇富”和社会不安定因素。由此，收入分配成为“十四五”时期绕不开的紧迫任务和完善我国基本经济制度的重要内容。

需要强调的是，改善收入分配是分蛋糕的问题，会触及各方利益，涉及全面的制度调整，不是仅仅靠税收、转移支付等手段就能够解决的。

（一）提高劳动者报酬比重

劳动力市场的初次分配效应在递减。随着农业剩余劳动力转移速度减慢，城乡就业扩大和资源重新配置都不再像以往那样以急风暴雨式的节奏进行，劳动密集型制造业的比较优势也加速减弱，国际贸易以发达国家为主要对象的特点也趋于淡化。相应地，劳动力市场机制的初次分配功能既不再能够单独解决收入分配问题，也不足以解决民生领域面临的其他问题，需要从以下几个方面入手，努力提高劳动者报酬比重：（1）确保居民收入增速与经济发展速度同步、劳动报酬增长与劳动生产率提高同步；同时，在平衡资本与劳动的分配关系上做文章，即完善要素市场环境和机制，破除市场的垄断和价格扭曲，消除市场分割和身份歧视，增加公平机会和竞争。（2）改革城乡分割的户籍制度。推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认。放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。（3）建设城

乡统一的劳动力市场，促进农民向工业部门和城市的合理流动，根据效率原则配置劳动力资源。（4）深化工资制度改革，健全最低工资标准调整、工资集体协商和企业薪酬调查制度，促进中低收入职工工资合理增长。

（二）加大再分配调节力度

国际比较发现，我国的收入再分配力度要小于OECD国家。剔除OECD国家中收入差距较大的智利和墨西哥，这些高收入国家较为合理的收入分配状况实际上是在再分配之后才形成的。例如，经过税收和转移性支付，这些国家的基尼系数从平均0.473下降到0.306，降低幅度高达35.3%。而我国再分配政策使得收入差距的基尼系数仅缩小10%左右（蔡昉，2020）。因此，“十四五”时期必须进一步加大收入再分配调节力度。健全以税收、社会保障、转移支付等为主要手段的再分配调节机制，强化税收调节，完善直接税制度并逐步提高其比重；将保障性住房纳入公共财政范畴，开征房地产税；稳步提高社会保障统筹层次和水平，建立健全更加公平、更可持续的社会保障制度；完善相关制度和政策，合理调节城乡、区域、不同群体间的分配关系。

（三）纠正金融抑制对居民财产性收入的侵蚀

尽管随着近些年金融的大发展，我国居民财产性收入有所上升，但总体上占比还偏小，群体间的差距也偏大。居民财产性收入与一国的金融市场和制度安排有着直接关系。我国长期以来由发展型政府主导的金融抑制政策，其初衷是加速动员资源、促进经济更快发展，但由此也带来对居民财产性收入的侵蚀。金融抑制不仅表现在官方利率长期远远低于市场利率，而且表现在国有银行的垄断地位和门槛准入方面。对存款利率上限的管制，虽然一定程度上降低了国企的投资成本，也使得中国银行业的不良贷款率恢复至正常水平，但扭曲的资本价格除误导投资外，也对居民收入产生了负面影响，使得居民储蓄存款收益大幅下降。金融抑制政策形成了一种居民补贴企业和地方政府的财富分配机制，居民财产性收入受到侵蚀，企业和地方融资平台却得到“补贴”，银行业长期扮演着“劫贫济富”的角色。为纠正金融抑制对居民财产性收入的侵蚀，需要减少政府对金融资源定价和分配的干预，进一步推进存款利率市场化，逐步放宽金融市场准入条件，深化以银行为主的金融体系改

革，加快发展多层次资本市场，鼓励金融产品创新，开发适宜投资需求的金融产品，拓宽居民利息、股息、红利、租金、保险等财产性增收渠道。

（四）提高国有资本及其收益对公共财政的贡献

国有资本收益上缴是国际惯例。我国的国有资本或国有企业还享有“结构性优势”，即一方面在税收、信贷、产业政策方面享受特别的优惠政策，另一方面在市场准入和政府隐性担保方面具有社会资本不可比拟的特权。不少国有资本收益，特别是一些垄断国企的利润在某种意义上相当于“权力租”，即其收益来自垄断牌照和政府赋予的特权。国有资本性质是全民所有，国有资本收益不能归于某个企业或某个群体，而应归于全社会。因此，一方面，应提高国有资本收益上缴公共财政的比例，另一方面，划转部分国有资本充实社保账户。

2014年底，财政部提出要完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政的比例，在2020年提高到30%，更多用于保障和改善民生。2017年进一步提出划转部分国有资本充实社保基金。2019年全面推开将中央和地方国有及国有控股大中型企业和金融机构10%的国有股权，划转至社保基金会和地方相关承接主体，并作为财务投资者，依照规定享有收益权等权利。截至2019年底，中央层面已经完成四批81家中央企业和中央金融机构国有资本划转社保基金的工作，划转的国有资本是1.3万亿元，地方层面划转的工作也正在积极地推进。提高国有资本收益上缴比例以及划转部分国有资本充实社保账户，绝非救急的权宜之策，而是实践社会分红理论，增进民生福祉，促进社会公平的长期性、机制性的制度安排。

（五）落实农民土地财产权利

缩小城乡收入差距是改善收入分配的重要方面。对农民而言，在过去的工业化与城镇化中做出了巨大的贡献和牺牲，因此，在未来的现代化征程中，不能再走牺牲农民的老路。农民走出农村到城镇就业，固然是提高收入的一条途径，但更重要的是在市场化推进过程中对农民土地财产权利的保护。农村集体土地的产权比较模糊，所有权、承包权、经营权“三权分置”。有专家解释说，农民土地的承包权在一定程度上相当于所有权，但这只能说是“相当于”，毕竟不是最终的所有权。在土地产

权仍然比较模糊的情况下，存在着土地收益如何分配的难题。土地制度改革的核心在于如何保护好农民的利益。这恐怕是农民改变自己命运的最后一次机会。如果土地都市场化了，但是土地增值收益却跟农民没有关系或关系不大，那将是巨大的失误，农民就再难翻身了，我们也失去了消除城乡收入差别的重要机会。因此，《土地管理法》的修订，以及在推进土地要素市场化体制机制改革过程中，要深化农村土地制度改革，推进宅基地流转、置换方式创新，让农村居民合理分享土地升值收益，真正将农民的土地财产权利落实到位。

四、市场经济法治化的核心在法治政府

法治，是治国理政的基本方式，是国家治理体系和治理能力的重要依托。国家治理要达成现代化的转向，依法治理是不可或缺的一个重要方面，这也是把我国制度优势转化为国家治理效能的题中之义。四十余年来市场化取向的改革取得了卓越的成就，中国特色社会主义市场经济体制在逐步发展和完善。但市场化的推进特别是市场经济的“野蛮生长”也带来不少问题，而这些问题很多是法治缺失和制度不健全造成的。“十四五”时期围绕高质量发展的战略目标，势必要求市场经济的法治化建设有实质性的进展。这里法治化的重点在于正确处理好政府—市场关系，特别是通过法治化的方式，将“发挥市场的决定性作用，更好发挥政府作用”从制度上固定下来。市场经济法治化的核心在法治政府。

（一）从“野蛮生长的市场经济”到法治经济

就市场经济几百年的发展史而言，“野蛮生长”是一个必经的阶段。美国“镀金时代”（大约从19世纪70年代至19世纪末、20世纪初）的野蛮生长，一方面带来经济的突飞猛进，成为美国经济赶超英国的关键时期，另一方面也催生出一大批具有国际影响力的垄断企业和社会腐败。因此，有学者指出，“在经济集中和社会失范、大企业的出现和小企业没落之间不可避免的冲突，贯穿了19世纪晚期大多数主要的监管和法律变化”（费希拜克与恩格曼，2013）。

法治是现代市场经济有效运作的制度保障，一般通过两个作用渠道。第一个作用渠道是对公权力的约束，即约束政府，约束的是政府对经济活动的任意干预。第二个作用渠道是对私权利的约束，即规范经济

人行为，其中包括产权界定和保护，合同和法律的执行，公平裁判，维护市场竞争。这通常要靠政府在不直接干预经济的前提下以经济交易中第三方的角色来操作，起到其支持和增进市场的作用。如果没有法治的这两个作用渠道为制度保障，产权从根本上说是不安全的，企业不可能真正独立自主，市场不可能形成竞争环境并高效运作，经济的发展也不会是可持续的（钱颖一，2000）。

十八届四中全会通过的《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》强调，“社会主义市场经济本质上是法治经济。使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，必须以保护产权、维护契约、统一市场、平等交换、公平竞争、有效监管为基本导向”，并要求全社会“强化规则意识，倡导契约精神”。

区分好的市场经济与坏的市场经济的一个重要标准是有没有法治保障。缺乏产权保护，垄断盛行，腐败猖獗，操纵市场，虚假广告，产品质量问题，食品安全问题，违规排污问题，等等，这些既是市场经济野蛮成长时期的弊病，也是坏的市场经济的重要表现。这些问题，说到底都是与市场规则与法治化不健全密切相关。针对有些问题，中国政府部门专门出台了相关文件和政策，但还没有落实到法律文本和制度层面；有些方面尽管有法律条文，但在执行过程中往往存在偏差。比如对非公财产的保护方面。法治不健全体现的是政府在（作为公共品的）法治供给方面的不足。图4显示，中国的法治指数自1996年以来总体呈上升趋势，从33.67上升到2018年的48.08（指数越高，表明法治状况越好）。特别是2012年以来，法治指数一直保持着上升趋势。但这样的指数在全球排名仍然靠后，中国法治建设还有很长的路要走。[3]

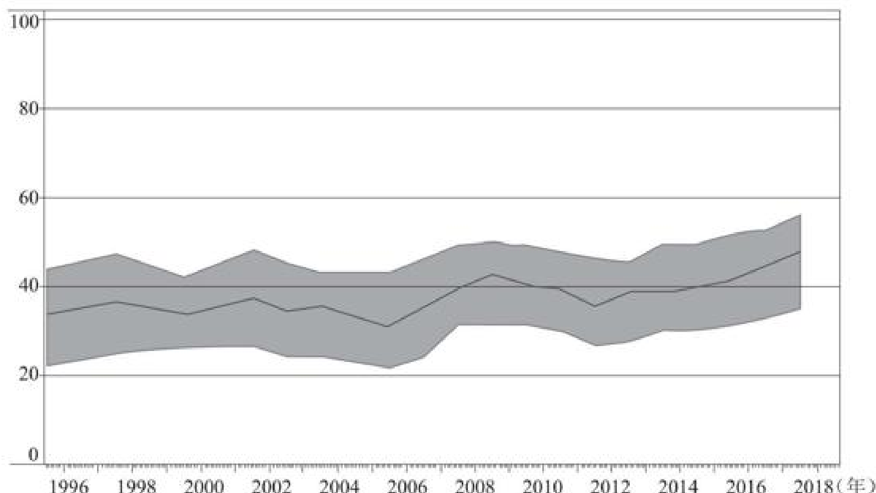


图4 中国的法治指数排名变化（**1996—2018**）

注：实线表示中国法治指数，灰色阴影表示误差程度。
资料来源：世界银行WGI（Worldwide Governance Index）[4]数据库中法治分项。

（二）现代化市场经济体系离不开法治保障

构建现代化市场经济体系，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，是从“野蛮生长”的市场经济到现代市场经济的必然要求。现代市场经济体系建设离不开法治保障，其中至关重要的是产权界定保护以及促进公平竞争。

1.依法保护产权

加强产权保护，根本之策是全面推进依法治国。产权制度是社会主义市场经济的基石，保护产权是坚持社会主义基本经济制度的必然要求。有恒产者有恒心，经济主体财产权的有效保障和实现是经济社会持续健康发展的基础。改革开放以来，通过大力推进产权制度改革，我国基本形成了归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度和产权保护法律框架，全社会产权保护意识不断增强，保护力度不断加大。但产权保护方面也存在不少问题：国有产权由于所有者和代理人关系不够清晰，存在内部人控制、关联交易等导致国有资产流失的问题；利用公权力侵害私有产权、违法查封扣押冻结民营企业财产等现象时有发生；知识产权保护不力，侵权易发多发。解决这些问题，必须加快完善产权保护制度，依法有效保护各种所有制经济组织和公民财产权。这里要强调的是推进完善平等保护产权的法律制度。加快推进民法典编纂

工作，完善物权、合同、知识产权相关法律制度，清理有违公平的法律法规条款，将平等保护作为规范财产关系的基本原则。健全以企业组织形式和出资人承担责任方式为主的市场主体法律制度，统筹研究清理、废止按照所有制不同类型制定的市场主体法律和行政法规，开展部门规章和规范性文件专项清理，平等保护各类市场主体。加大对非公有财产的刑法保护力度。增强人民群众财产财富安全感，增强社会信心，形成良好预期，增强各类经济主体创业创新动力，维护社会公平正义，保持经济社会持续健康发展和国家长治久安。

加大知识产权保护。高质量发展的一个重要特征是创新驱动，因此，如何通过保护知识产权，呵护和激励创新的积极性尤为关键。一要进一步完善知识产权保护相关法律法规，合理降低入罪门槛，逐步确立对知识产权侵权的惩罚性赔偿机制，以对潜在的侵权行为造成威慑与遏制，完善侵权后的强制补救措施，包括侵权强制令、损害赔偿、销毁货物等制度。二要加大保护知识产权的执法力度。相关执法部门应着力建立更加透明的工作程序和工作规范，细化规则，严格防范执法的随意性和选择性。三要尽可能减少政府出于推动技术创新的好意而对专利等进行简单化的干预或将其与特定的产业政策或人才政策挂钩，应逐步完善对知识产权的市场化激励，使得市场力量成为专利数量及质量提升的主要推动力。四要研究体制内科技人员的人力资本产权界定和保护问题，从有利于创新发展和国家竞争力提升角度制定出适宜的相关法律制度，释放科研人员的创新活力。

2.维护公平竞争

公平竞争是市场经济的核心。要强化竞争政策在国家政策体系中的基础性地位，健全竞争政策体系，完善竞争法律制度，明确竞争优先目标，建立政策协调机制，倡导竞争文化，推动竞争政策有效实施。

一是强化《反垄断法》实施来落实竞争政策。针对我国反垄断实践中的问题，应着力从两个方面完善《反垄断法》规范体系：一方面是对《反垄断法》本身的规范进行完善，如《反垄断法》实施中争议较大的纵向垄断协议、豁免、经营者集中应报未报处罚力度等内容予以完善；另一方面是将实践中业已取得良好反响的竞争政策转化为《反垄断法》相关内容，将其基础性地位在《反垄断法》中予以巩固、强化，并尽快将公平竞争审查制度法制化为《反垄断法》的有机组成部分，以增强其实用性和规范性。

二是整合执法职责，优化《反垄断法》实施。2018年3月出台的

《国务院机构改革方案》整合了原国家工商行政管理总局、国家发改委和商务部三部委所享有的反垄断执法权，并组建国家市场监督管理总局，由其统一行使反垄断执法权。从形式上看，我国反垄断执法实现了机构统一，但机构统一并不意味着执法就能够有效整合，实现执法统一，即规范理解和适用的一致性、相同行为定性统一等内在制度要求。这实际上仍有很长的路要走，其中最为典型的是《反垄断法》配套制度，因此前多机构执法而出现同一法条不同规章的情形，客观上需要尽快改进，但显然不可能一蹴而就。因此，应尽快厘清、优化国务院国家市场监督管理总局内部的反垄断执法职责分工，统筹、加强反垄断法的配套规章、指南的起草工作，并依此不断完善《反垄断法》实施机制（黄勇，2018）。

三是实施公平竞争审查制度。公平竞争审查制度旨在解决政府干预过多、干预不合理而损害竞争的问题，保障各类市场主体平等地使用生产要素，公平参与市场竞争。它是由反垄断执法机构或其他机构通过分析、评价拟订中或现行公共政策可能或已经产生的竞争影响，提出不妨碍政策目标实现而对竞争损害最小的替代方案的制度。从欧盟等成熟市场经济体实践来看，大多确立了“竞争政策优先于其他政策”的基本原则，并在此基础上构建了对立法和有关政策进行竞争审查的制度，如审查对象有损公平竞争，应予以调整或废止。我国通过多年的实践，此等制度取得了良好的效果。该制度可以对尚未出台的法律、行政法规和地方性法规、部门规章等进行审查，可以对包含产业政策在内的各项经济政策可能产生的排除、限制竞争效果进行评估并调整，最大限度防止其对竞争带来的不利影响，消除区域贸易壁垒，从而推动全面深化改革。

四是将公平竞争审查制度法制化与《反垄断法》修订相结合，将竞争政策以及作为其实践机制的公平竞争审查制度写进《反垄断法》并在总则中将其明确作为市场经济的基本规则，以增强公平竞争审查制度的刚性和强制力，从而真正实现维护公平竞争的政策功能。

（三）市场经济法治化的核心在法治政府

“更好发挥政府作用”是完善国家治理的重要方面，需要国家能力与法治政府的共同支撑。缺乏国家能力，难以推进国家治理；国家能力不受约束，则会形成对市场和社会的侵蚀。因此，要用法治政府来对国家能力进行约束和制衡，推进国家治理现代化，提升国家治理效能。

1.法治政府是“有限政府”与“有为政府”的有机统一

一方面，政府要在法定范围内履行职能与行使权力，不得越权。其中最重要的是明确政府的权力边界。这是“有限政府”的要求。“有限政府”表明政府不是全能的政府，不能无事不管、无孔不入、无所不能，政府的活动范围要有边界，需要科学划分政府与市场、政府与社会、政府与公民的界限，并依法确定下来；政府的权力来自法律的授予，即权自法出、职权法定；政府的活动要限定在法律的范围内，受到法律制约，不能超出法定的范围，不能不受法律的限制，否则就会损害公共利益或侵害公民的合法权益，就可能破坏市场公平竞争的秩序。

另一方面，政府要积极履行职责，不得失职。这是对“有为政府”的要求。“有为政府”是指政府对其职能范围内的事项，应该管住和管好，积极作为，提高效能，提供优质高效的服务，更好地满足社会公众的需求。这包括提供社会公平、正义、安全等公共品，保持宏观经济稳定，加强和优化公共服务，保障公平竞争，加强市场监管，维护市场秩序，推动可持续发展，促进共同富裕，弥补市场失灵。这些既是政府积极履职的范围，也是政府不得失职的所在。

2.法治政府建设与转变政府职能相辅相成

政府职能是政府行政活动的灵魂，“有限政府”与“有为政府”的有机统一对转变政府职能提出了要求。要做到“把权力关进制度的笼子，让政府在法治轨道上运行”，首先要从政府职能转变抓起，促使政府依法做正确的事和正确做事。改革开放以来的历次机构改革中，政府职能转变都是重点，虽然取得了一定成效，但总体上看，“重微观、轻宏观”“重审批、轻监管”“重管理、轻服务”的问题尚未真正解决，政府与市场、政府与社会的关系还未完全理顺，“越位、缺位、错位”现象仍然存在，改革的系统集成、协同高效还需增强……总之，政府职能转变还任重道远。因此，“政府职能转变到哪一步，法治建设就要跟进到哪一步。要发挥法治对转变政府职能的引导和规范作用，既要重视通过制定新的法律法规来固定转变政府职能已经取得的成果，引导和推动转变政府职能的下一步工作，又要重视通过修改或废止不合适的现行法律法规为转变政府职能扫除障碍”。[5]

3.规范重大行政决策程序是法治政府建设的重要抓手

习近平在中央全面依法治国委员会第一次会议上强调，要加强法治政府建设，健全依法决策机制。在推进国家治理体系和治理能力现代化

过程中，将行政机关的重大决策纳入规范化、法治化轨道运行，将有力加快法治政府建设进程，让全社会享受到科学民主依法决策带来的高质量社会治理和发展成果。（1）规范重大行政决策程序是加快建设法治政府的迫切需要。行政决策是行政权力运行的起点，规范行政决策行为是建设法治政府的前端，是规范行政权力的重点。（2）规范重大行政决策程序是推进科学民主依法决策的必然要求。推进行政机关科学民主依法决策，迫切需要规范重大行政决策程序，明确重大行政决策事项、主体、权限、程序和责任，着力推动重大行政决策的法治化，以科学、刚性的决策制度约束规范决策行为，努力控制决策风险，及时纠正违法不当决策，切实提高决策质量。（3）规范重大行政决策程序是维护人民群众合法权益、促进社会公平正义的重要保障。重大行政决策往往对经济社会发展有重大影响，涉及重大公共利益或者社会公众切身利益，事关改革发展稳定大局，这就要求决策机关在决策中要妥善处理各方利益诉求，坚决把维护人民群众合法权益和促进社会公平正义摆在更加重要的位置，确保决策能够得到人民群众的广泛认同和支持，确保改革发展成果能够公平惠及人民群众。

---

[1] 本文作者张晓晶系中国社会科学院金融研究所所长，中国经济50人论坛成员，中国金融四十人论坛成员。

[2] 弗里德里希·李斯特。政治经济学的国民体系[M]. 陈万煦，译. 蔡受百，校. 北京：商务印书馆，1961.

[3] 世界治理指数（WGI）存在争议，因此法治指数也未必完全具有可比性。

[4] http://info.worldbank.org/governance/wgi/

[5] 习近平谈依法治国[N]. 人民日报海外版，2016-8-17（12）.

以全方位创新和开放推进高质量发展

徐林[1]

我国正面临百年未有之大变局和大挑战，国际环境错综复杂，挑战因素不断增多，大国间战略利益博弈复杂激烈，二战后形成的国际体系将艰难重构，国际贸易和投资也将受到新的冲击。新冠疫情的全球蔓延导致了全球性经济衰退，恢复常态困难重重，未来全球经济增长将更加依赖创新形成的新动能。国内要素条件趋于恶化，人口老龄化、债务杠杆、生态环境、结构失衡等边界约束条件日益收紧，制度性结构矛盾更加突出。如何在复杂的国内外环境下延续改革开放以来的经济增长和繁荣，更好谋划"十四五"发展，需要我们看透基本态势，直面突出挑战和问题，寻找科学合理的出路，实施坚定有效的举措。

一、合理引导未来增长预期

明确发展目标从来都是国家发展规划面对的最重要课题，这是引导未来预期和政策资源配置的重要依据。

（一）从供给侧宏观增长模型看趋势

按照新古典增长模型，经济增速是由技术进步增速、资本投入增速和劳动力投入增速共同决定的。

从我国目前趋势看，我国老龄化程度日益提高，60岁以上人口占总人口比例已经超过18%，65岁以上人口占总人口比例接近15%，在上海等超大城市老龄化程度已经达到30%以上。由于"独生子女"计划生育政策的集中影响，这一比例还在快速上升。预计到2025年，我国60岁以上人口占总人口的比例将达到20%以上，65岁以上人口比例将接近18%。

随着老龄化程度的不断提高，储蓄率逐渐下降。我国总储蓄率过去几年已经由51%左右下降到46%左右，虽然与世界其他国家相比仍位于较高之列，但还在继续快速下降。按照国际货币基金组织的预测，到

2025年，中国的总体储蓄率会进一步下降至40%左右。储蓄资源增速下降，加之资本产出率增速也在下降（清华大学的白重恩教授研究表明，我国资本产出率增速由2008年前30年的年均3.94%下降到2008年后的年均0.62%），使我国固定资产投资增速由过去的两位数增长下降到6%左右的个位数增长。

从劳动力供给看，老龄化毫无疑问会降低劳动力供给增速。过去几年我国劳动年龄人口（15~60岁）平均每年净减少300万人左右，劳动力供求关系因此发生明显变化，使得我国过去10年劳动力成本年均提高12%左右，不少劳动力密集型加工制造业因此退出或转移到劳动成本更低的国家和地区，产能溢出效应十分明显。

我国劳动生产率增速也开始下降，由过去10年年均增长9%左右下降到过去5年年均增长5%左右。从技术进步率（全要素生产率）增速看，也存在下降趋势。清华大学白重恩教授的研究表明，我国全要素生产率增速由2008年之前30年的年均6.24%下降为2008年之后的年均3.18%。

（二）从供给侧部门模型看趋势

从供给侧部门模型看，GDP是由各部门国内生产增加值加总构成的。各部门增加值的增速及权重共同决定了GDP的增速。从不同产业门类变动看，由于制造业普遍存在的产能过剩问题并未真正实现市场出清，制造业传统部门和农业生产增速会比较稳定甚至有所下降。在制造业众多门类中，过去5年实现两位数以上年均增速的只有医药制造业、汽车制造业、计算机和通信类电子产品制造业、废弃资源综合利用和金属制品、机械和设备修理业。其中汽车制造业增速在2019年开始出现负增长，新冠疫情的影响使不少汽车企业陷入亏损困境，且可能持续数年。与互联网、大数据等创新应用相关的新兴部门或新经济部门增速相对较高，甚至超过两位数增速，但由于对传统模式具有替代效应，未必会产生对整体行业增速的实质性提升。比如，网上零售过去5年虽然年均增速达到30%左右，但全社会商品零售总额增速不但没有提高，反而从10%左右下降到只有8%左右。服务业增速高于制造业和农业增速，特别是服务业中文化娱乐、信息服务、体育健康等部门增加值增速超过两位数，增长的收入弹性很高，具有持续稳定的扩张性，这与居民消费结构中服务消费比重提高的升级趋势是一致的。其中，信息传输、软件和信息技术服务业过去5年的年均增速超过了18%。

（三）从需求侧宏观模型看趋势

GDP＝C＋I＋（X-M），其中C为消费，I为投资，X为出口，M为进口。这说明支撑GDP增速的是所谓“三驾马车”——消费、投资和净出口的增速。从目前态势看，我国国内消费增速逐年下降，已经由过去10%以上两位数增长下降到8%左右的个位数增长；固定资产投资增速也由高点期30%左右的增速，下降至如今6%左右的增速。由于投资收益总体上趋于下降，市场投资增速难以出现新动力；净出口因全球经济衰退和贸易环境、贸易条件恶化，面临越来越大的不确定性，总体呈下降趋势，出口恐难有大的增长作为。国内制造业景气的逐渐收缩会逐步蔓延至服务领域，从而导致就业增速转弱，失业人数可能会有所增加，会使居民对未来的收入预期下降，进而使居民消费变得更加谨慎保守。因此，未来支撑经济增长的需求动力似乎也在进入弱化的通道。

综合上述多重因素及其变动趋势得出的基本推论是，即便假定全要素生产率增速保持稳定，未来我国经济的潜在增长率仍将进一步下降。如果我们假定劳动参与率和劳动生产率增速基本稳定，综合考虑我国劳动力和资本投入的变动趋势，未来5～10年我国经济潜在增长率会下降至5%左右。因此，研究设定“十四五”增长预期目标，可能不得不将预期增长目标，确定在相比十三五规划目标而言更低的增长区间。

从过去的经验看，国家五年规划预期增长目标的选择，对各省区市设定各自的五年规划预期目标具有重大导向性影响。出于稳定信心的目的而确定过高的预期增长目标，一般会使各级地方规划预期目标跟随性加码提高，最终会导致在实施过程中因整体目标过高而采取不必要的刺激性政策，产生债务杠杆攀升、违约增多、产能过剩、泡沫加大等副产品，导致资产配置效率降低和泡沫，最终一定会影响中国经济增长的质量和可持续性。

二、稳定经济增速的主要出路和举措

既然未来潜在增长率已经落入5%左右的区间，如何更好地稳定并延长经济增长平台期，是需要政府认真考虑的政策和改革重点。从目前的基础条件看，由于要素条件的改善并不容易，必须花更大力气采取措施，提高要素配置效率，进而通过提高全要素生产率增速来推动并稳定增长速度。实际上，我们仍有较大空间通过包括体制机制创新和科技创

新的全方位创新，来改善资源配置效率，实现更长时间的经济稳定增长，并通过更有效的创新激励，缓解因要素红利逐步减弱、外部环境恶化导致的降速压力，持续提高经济运行效率、整体竞争力和抗风险能力。

（一）以全方位创新为核心深化供给侧结构性改革

供给侧结构性改革是国家十三五规划明确的发展主线，这一任务不可能在5年内完成历史使命，需要在“十四五”期间继续深入推进，核心是推进全方位创新。

1.努力稳定并改善劳动力供求关系

化解劳动年龄人口减少的主要做法包括：

一是延长退休年龄至65岁。这是很多国家应对人口老龄化、减轻社保支出压力的通行做法，我国也到了采取类似做法的时候。

二是让进城农民工和城市间流动就业人口落户。我国有2.7亿左右的农业转移人口在各类城市就业，近1亿在城市间流动就业的城镇人口，他们中的大多数没有就业所在地户口，农业转移人口一般在男50岁、女40岁左右就离开工作岗位回到老家并逐渐退出劳动力队伍，如果能让这批人获得就业所在地户口，一般能延长劳动年限5～10年，可以有效增加各类城市的劳动力供给。

三是让体制内退休官员和科技人员更好发挥作用。我国现行制度对退休官员特别是高级官员再就业有严格的限定，不允许他们退休后被企业等有关机构有偿聘用，这导致很多有很强专业能力和专业经验积淀的政府精英人才被闲置浪费。这些措施从反腐角度看似乎合理，但制度设计过于简单，如果对相关制度进行细化完善，允许他们在符合一定条件的情况下被企业或相关机构有偿聘用，而不是一刀切地禁止，完全可以增加我国的高素质劳动力供给并提高利用效率。

四是在两孩政策基础上，尽快实施自主生育政策，必要时视情况采取措施鼓励年轻人多生育，以扭转人口快速老龄化和过低生育率带来的国家人口结构失衡状况。

2.提高劳动力素质和质量

应对劳动力数量减少的另一个有效措施是提高劳动力素质，以质量提高弥补数量不足。这需要强化实用型技术教育和培训投入，为更多劳

动力提供更高质量的免费技术培训和技术教育，通过更专业的技术培训解决结构性就业难题。应该加快教育实质性改革，给予学校更大的办学自主权，让大学教育能够针对产业发展和结构调整的需要优化专业设置，有针对性地提供技术员工教育和培训服务，并强化专业课程设置与国家发展需要以及市场需求的对接，缓解高校毕业生结构性失业导致的人才浪费。要全面提倡专业精神，减少教育的功利性，真正培养个人专业兴趣，形成行行出状元的专业至上文化，提高各领域专业人员、技术工人的社会待遇和认可度，提高新型职业农民的社会认可度，使不同专业技术岗位的专家和工人都能成为更受尊敬和尊重的职业人士。

3．强化全方位科学技术创新

从研发投入规模和专利申请数量看，我国已经是一个全球研发大国，研发经费投入已经超过欧盟所有国家研发投入的总和，年注册专利数已连续多年名列世界第一。但从质量和核心竞争力来说，我国还远不是研发强国。从创新效果看，我国专利数量虽然名列前茅，但科技成果转化率只有10%左右，远远低于发达国家40%左右的平均水平。从产业体系看，我们很多产品和服务在品质上不能满足消费者消费升级和消费多样性、精细化的需求，很多领域不具备与海外先进技术、产品和服务竞争的能力，一些高端产品和核心技术还完全不能自主研发并生产，必须高度依赖进口，受到发达国家制裁和禁运时处于十分被动的局面。在自由贸易环境下，通过互通有无和比较优势形成全球产业分工体系和产业链，这原本不是问题，况且我国还属于贸易顺差国，总体上处于有利地位，但不幸的是，目前多边自由贸易体系正在经历前所未有的挑战，我国还面临以美国为首的西方国家以保障国家安全、意识形态差异、制度体制差异、保护竞争优势等为借口且带有敌意的高技术封锁禁运和发展遏制。这一和平时期不应该出现的技术禁运在美国主导下正在进一步强化。在外部压力遏制下，任何对全球化产业链和技术链抱有期待、幻想和依赖的技术和产业政策，都显得过于天真，在政治上也难以被接受。作为一个主权国家，我们别无选择，必须在部分关键领域强化以进口替代为目标的产业政策，加强制造业基础性核心技术、数字计算技术和产品的国内研发和进口替代，以摆脱对进口产品和技术的严重依赖，突破发达国家的技术封锁，维护国家的技术和产业安全。因此，科技创新和创新驱动应该成为深化供给侧结构性改革的重中之重。

相对自然资源而言，我国在科技领域或许更具备以内循环为主的条件，值得为之加大努力，当前也具有现实紧迫性。这相应需要进一步完

善创新激励体系，提高政府在全社会研发投入中的比例，强化政府对基础研究和核心技术短板的研发支持力度，鼓励企业更多投入资源用于研究开发，加强知识产权保护和知识产权激励，形成更加开放、包容、自由的创新环境。在构建新型举国体制时，要更多利用市场机制激励对科技研发的人、财、物投入，让投资者和科研人员更多分享研发成果商业转化形成的收益。与此同时，我们依然需要加强产业技术研发和创新领域的国际合作，创造条件，更多更好地利用国际上最优秀的创新和研发资源。要形成更具激励性的系统性产业技术创新和研发环境，改善天使投资、创业投资和股权投资环境，推进研发成果的商业化。

4．深度推进全面对外开放

过去中国的高速增长得益于对外开放，未来的发展依然离不开对外开放，但必须是更广泛更深入的高水平全方位对外开放。我们应该深刻认识到，今后外部环境可能给中国带来诸多挑战，中美之间的贸易摩擦看起来是中美双边贸易不平衡问题，实际上是两个大国之间战略利益博弈的激化，并可能继续演变为多个领域的矛盾和斗争。在某些方面，可能也是我国与整个西方国家之间的矛盾和问题所在。这些新挑战要求我们的对外开放不能仅限于货物与服务市场的准入开放，可能还涉及体制机制更全面地与国际惯例和国际规则接轨，对等开放将成为未来我国参与构建多边、区域或双边自由贸易协定的基本条件。此外，企业用全球视野配置资源和要素，还需要全方位了解各类海外传媒信息，在获取海外媒体信息方面要做到更广泛、更及时。这是因为我国自然禀赋的缺陷和更加开放的经济体系，需要中国企业更多参与国际市场竞争和贸易投资往来，更多以全球视野配置资源，构建我国的全球利益分布。这自然涉及跨国间基于规则的公平竞争和对参与主体法律保护的一致性，政府应该为企业和投资者全球化配置资源提供更全面的信息支撑。但这可能会颠覆我们过去一些传统的习惯和做法。比如，我们过去常说制定产业政策是一国主权，不容别人说三道四。这貌似合理的论断在新的开放环境下可能恰恰是不尊重国际规则的表现，因为一国在使用产业政策工具时，所使用的政策手段特别是政府补贴等手段，极可能违反世界贸易组织反补贴协议，使受补贴企业相对于不接受补贴的企业形成不公平的贸易竞争优势，并导致贸易扭曲。所以，在开放环境下，出于对国际规则的尊重，任何一个国家都有权基于国际规则对他国可能扭曲贸易和公平竞争的国内政策说三道四。因此，从产业政策角度看，出于对国际规则的尊重和提高政策手段实际成效的考虑，我们需要更好发挥竞争机制对市场主体的激励作用，而不是简单利用政府各类补贴予以支持，避免给

别国采取贸易保护措施或反补贴、反倾销措施留下话柄。又比如，资本市场对外开放后，国内投资者要对境外资本市场进行投资，就需要及时掌握海外信息特别是被投企业的足够信息，如果不能从海外媒体获得及时信息，将可能影响投资决策并导致失误，这需要解除对海外媒体和信息的现行封锁。在服务领域，中国需要进一步扩大服务业对外开放，通过引进国外先进的高品质服务模式，促进国内服务业市场的高水平竞争，通过竞争尽快提高国内服务业的服务品质和服务能力。当中国的国家利益越来越多地分布在全球各个角落后，我们传统的不干涉别国内政和不结盟的外交理念，是否还适应未来维护全球化国家利益的需要，也值得认真研讨并做出改变。

5.加快优化能源结构并强化节能

能源是现代经济增长发动机的燃料，能源革命和创新对中国的安全发展和可持续发展来说至关重要。我国是一个能源消费大国，但能源资源的人均自然禀赋明显不足。目前，我国人均能源消费为3吨标准煤左右，与美国人均11吨标准煤、俄罗斯人均13吨标准煤的水平有很大差距，只相当于能源利用效率最高的日本和德国人均消费水平的一半。随着居民人均收入水平的提高，消费行为会进一步向发达国家居民消费行为趋同，人均能源消费水平也会趋同。我国能源资源条件不允许我们向美国和俄罗斯趋同，但即便是向日本和德国趋同，我国人均能源消费还将提高约1倍，前提是达到日本和德国的能效水平。这也意味着中国能源消费总量最终会在现有基础上翻一番甚至更多，这将给中国带来能源安全和减排方面的双重挑战和压力。2018年，中国原油进口46190.1万吨，总金额15881.7亿元；天然气9039万吨，总金额2551.8亿元；二者相加总价值约3000亿美元。石油对外依存度已经超过70%，天然气对外依存度接近43%，且还在进一步上升。相对于粮食安全而言，由于战略储备严重不足，中国的能源安全更具有真实的风险敞口特点，在特殊时期极有可能演变成安全危机。解决能源问题和挑战的出路只有两条，一是全方位加大节能力度，特别是在建筑领域和制造领域加大节能力度，用更有效的激励机制鼓励各类用能主体加大节能技术开发和推广应用，进一步提高国家整体能效水平。二是尽快优化能源结构，重点提高能够自给的清洁能源特别是可再生能源的比重，加大对风能、光能相关的材料、储能、智能电网等技术的研发和商业推广，提高转化效率；在此基础上加快推动经济社会的电气化和电动化，推进分布式清洁能源体系建设和能源互联网建设，实质性减轻对原油和天然气的进口依赖。这是因为我国在风能、太阳能、核能、生物质能发电方面，通过技术创新和开

发模式创新扩大电力供给的空间还比较大。这一替代不仅具有绿色低碳的减排意义，还具有降低能源对外依存度、提高能源自主安全保障能力的长远战略意义。

6.深化市场化和法治化改革

这是供给侧结构性改革最核心、最关键、最复杂的内容，目的是减少市场主体对未来的不确定性担忧，增强对未来的信心和恒心。

一是更好地依法保护各类产权特别是私有产权。我国民用经济占比已经大大超过半壁江山，民营经济对就业、创新的贡献日益显著，都超过了70%。经济发展进入创新驱动阶段后，民营经济和企业家的作用将变得更加重要，通过加强产权保护和产权激励，可以稳定私营部门企业家的长期预期，更好地激励民营企业和研发人员投入创新、投资未来，造就更多面向未来、创新驱动、依法经营，更具创新动力和竞争力的百年老店。

二是强化统一市场制度建设，扫除妨碍全国统一市场内要素自由流动、企业公平竞争的任何不合理规定和做法，规范地方政府补贴招商引资的不合理竞争行为，废除各类地方政府实施的地方保护和区域分割行为，使我国具备的统一市场优势得到更充分发挥。

三是依法行使政府治理和管制，减少政府决策、监管和管制过程中的不透明性和随意性，减少政府对微观主体市场经营行为的随意干预，降低制度性交易成本，真正改善基于规则和法治的可预见的政府监管，促进形成更加便利可靠的营商环境。

四是减少各级政府和国有企业对资源特别是生产要素的直接配置，真正让市场对资源和要素配置发挥决定性作用，让政府的作为更多聚焦在公共服务、信息引导、秩序维护、基础设施等领域。

（二）以放松管制为重点释放并稳定内外需增长

形成以国内循环为主，国内国际双循环相互支撑的发展格局，从需求侧来看，依然需要提高内外需对增长的贡献，但发力点不见得就在需求侧，也不在于简单增加消费补贴和扩大政府支出，功夫实际上依然在供给侧，与供给侧制度的改革、开放、创新密切相关。

1．基于就业和收入预期稳定的内需扩大

国内需求总体上是就业和收入的函数。促进国内消费需求稳定增长

的根本措施是保持就业的持续稳定增长，而稳就业的根本措施在于在制度上放水养鱼，养活更多的企业。这需要不断改善企业经营环境和创业就业环境，特别是城市中小企业和个体工商户的发展环境。在中国，尤其要注重发挥超大城市和特大城市的规模经济带来的创业和就业效应，国内部分城市试图通过赶人的做法控制城市规模，实际上扼杀的是城市内生的就业和创业机会。从企业税负来看，我国以间接税为主的税制导致企业税负偏重，在前期降低企业税负的基础上，还可以进一步研究降低企业社保和公积金负担，并通过更多划拨国有资本经营收入增加社会保障资金来源，以更好地通过稳定就业、优化保障来稳定居民收入预期，减少居民扩大消费需求的后顾之忧。从长远财税制度建设和财税制度国际竞争角度看，应该进一步深化财税体制改革，完善税收结构，改变以间接税为主的税收结构，逐步向以直接税为主的税收结构过渡，使企业税负具有国际竞争力。为了使降税具有可持续性并不对政府民生支出形成挤压，需要进一步优化并精简政府支出项目，削减不必要的政府支出，特别是削减那些锦上添花的政府基建支出项目、面子工程和政府自身的行政管理开支，逐步降低预算内经济建设支出特别是竞争性领域财政支出的比例，提高民生福利和社会发展支出的比例，“十四五”期间甚至更长时间，各级政府要带头勒紧裤带过紧日子。

2．基于深度城市化的城乡融合发展

从发达国家经验看，城乡融合发展主要靠工业化和城市化的拉动以及城市化基本稳定后的城乡公共服务均等化制度安排。我国城市化进程尚未基本稳定，较大的城乡收入和福利差距，以及农业与非农产业劳动生产率的差距，依然是推进城市化的根本动力。从国际国内经验看，城乡居民收入差距小于2倍后，城市化动力才逐渐减弱并趋于稳定。我国目前城乡收入差距还在2.7倍左右，落后地区城市人均收入与发达地区城市人均收入的差距更大，城乡公共服务和社会福利差距还十分明显，这说明我国还远未到逆城市化的阶段，需要继续消除城市化的体制障碍，为城市化的自然发展创造条件。

以人为核心推进深度城市化，本质上属于供给侧改革和创新的内容，有利于缩小城乡收入差距和公共服务差距，还具有扩大国内需求的积极效应。我国现有统计制度下的城市化水平并不能真实反映城市化实际水平，很多城市常住人口并非真正意义上的城市居民。应该采取措施允许2.7亿进城农民工和近1亿城市间流动就业的城镇人口自主选择获得就业居住所在地户籍并享受同等公共服务。政府相应调整财政支出结

构，更多用于进城落户人口的城市保障房建设和公共服务支出，这有利于流动人口稳定未来预期，扩大消费支出，形成政府支出改善与消费需求持续增长之间的国内良性循环，对经济持续增长的效应要强于简单增加基础设施投资支出，对社会结构的改善和公平正义的维护也具有积极作用。

考虑到更多的创业机会和服务业就业机会都在城市特别是特大城市和超大城市，应该完善城市社会治理模式，禁止城市政府采取限制外地人流入或是以疏散为名驱赶外地人的错误做法，还城市社会应有的开放包容姿态。这在经济减速、失业增加时显得格外重要，是服务业扩大就业的根本保障，有利于改善民生和家庭服务。

在深度城市化过程中，要进一步完善城市建设用地供地机制和农村建设用地的高效配置机制，使建设用地特别是住宅建设用地的增加与城市常住人口特别是落户人口的增加相适应，使进城落户农民工的农村闲置宅基地有更好的入市变现通道和市场化权益价值实现机制。政府财政转移支付规模也要与人口流入地的人口流入规模特别是流入人口落户规模相适应，形成对吸纳转移就业人口落户地区的正向激励机制。

在城市房地产调控模式方面，要改变目前通过行政管制限购限价的扭曲市场供求关系和价格信号的不合理做法，通过税收手段调控抑制不合理炒作行为，使正常的基本住房需求和因收入提高形成的改善型需求都能够得到有效释放和满足。

只有城市化进程基本稳定了，城乡融合发展和乡村振兴的时机才会真正到来，此前对新农村建设和乡村振兴的大规模投入，很大一部分最终会因为农村人口的流失成为浪费。在城市化快速上升期，城乡融合发展的支出不如更多地投入城市，更好地解决进城落户农村人口面临的现实问题。

3．基于城市群和都市圈的区域协调发展格局

我国未来城市化率将达到80%以上，主要城镇人口将分布在胡焕庸线以东20个左右的城市群和都市圈地区，这主要是由自然条件和资源环境承载力决定的。如果城市群和都市圈内部的协调发展做好了，国家区域协调发展的大格局就形成了。以往以东部率先、中部崛起、西部大开发和东北老工业基地振兴为主的“四大板块”区域战略，加上菜单式碎片化区域政策，经过20年左右的实施已经取得阶段性成果，但也存在过于碎片化、效率不高等问题，留下了值得总结的经验和教训。考虑到任何

一个板块内部还存在不同省区市之间的较大差异，延续如此大尺度的区域战略或过于碎片化的区域规划和政策指导，实际操作性、精准性和市场有效性都面临挑战，最后极有可能沦为不同板块之间争相寻求中央优惠政策的政治借口，并导致不必要的资源错配和浪费。

我们可能需要认真思考，作为一个单一制国家，为什么区域差距远远大于许多市场经济国家，这本身或许就有值得检讨的制度原因。事实上，从他国以及我国自身经验看，真正有利于促进区域协调发展的恰恰是市场机制，因为有效的市场机制会允许各类要素自由流动，并产生要素报酬均等化的趋同效应。而我国最大的制度不同就是城乡和区域分割的户口制度，以及基于户口制度的福利制度，这一制度制约了人口的自由流动和公共服务的平等配置。因此，好的区域战略和政策应该基于统一市场下的要素自由流动和要素聚集机制，做顺势而为的引导而不是逆势而为的干预。因此，应该根据人口流动的趋势，将原有的以四大板块为主要架构的区域战略和政策，转变为以城市群和都市圈为空间单元的城市化格局优化战略，通过市场要素自由流动、基础设施网络共建、生态环境协作补偿、基本公共服务均等化等机制，促进城市群和都市圈内部不同规模城市和城镇之间的相互协调发展。只有这样才会实现真正有市场效率的区域协调发展格局，在要素分布和经济分布空间协调基础上实现区域人均收入差距的收敛，而区域人均收入差距的缩小最终还会有利于内需的稳定扩大。

从大的城市群格局看，中国最具活力和潜力的城市群主要是粤港澳大湾区城市群、长三角城市群、环渤海大湾区城市群、成渝城市群和长江中游城市群。在这些城市群中，只有环渤海大湾区城市群（京津冀地区、辽宁沿海地区、山东半岛地区）未纳入国家规划视野。这个行政区经济总量达到18.7万亿元，占全国的21%，值得在“十四五”时期作为国家战略，像“十三五”时期谋划粤港澳大湾区那样来予以认真研究、全面谋划。在南北经济发展差距不断扩大的背景下，环渤海大湾区可能是中国北方地区基础条件最好、创新能力最强、集聚效应最显著、城市城镇最密集、发展潜力最大的地区。这一地区有北京、天津等超大核心城市，还有大连、沈阳、青岛、济南、天津滨海新区、河北雄安新区等知名中心城市和新区，以及众多中小城市和小城镇。如果在这一地区结合东北亚自由贸易区建设实施深度对外开放，将使这一地区成为缩小国内南北发展差距最值得发力并最有可能取得成功的地区，具有缩小区域差距和南北差距的全局性战略意义。

4．基于宏观审慎的财政货币政策优化

在面临外部环境急剧变化导致的外部需求剧烈波动或萎缩时，为避免对经济增长的实质性强烈冲击，可考虑采取扩张性的宏观经济政策来对冲外部冲击导致的明显波动。但在考虑货币政策和财政政策组合时，依然需要顾及我国经济的货币累计发行量偏大、债务杠杆率偏高的隐患，在货币政策和财政政策组合中让财政政策扮演更积极的主导作用。货币政策主要是在流动性供给方面保持适度宽松合理的配合，使债务工具的发行利率保持在合理水平，为地方政府和企业的到期债务置换创造条件。化解存量债务问题，主要靠时间换空间的办法解决，通过债务展期和借新还旧等机制来防止出现系统性违约和因此导致的市场恐慌。对债务超标的地区应该实行严格的债务总量限制，通过严禁新增债务逐步降低杠杆率。要避免过于宽松的货币放水导致地方政府、企业、居民杠杆率的再度攀升。

在金融监管和金融工具更好为实体经济服务方面，一方面要通过强化监管防范可能出现的系统性和区域性金融风险，另一方面还要细化优化金融监管举措，为实体经济创新发展、绿色发展提供更加便利的融资服务，特别是提供有利于降低债务杠杆率的股权融资服务，为各类股权投资机构的市场化募资和投资运营提供更好的发展和激励环境。

要进一步优化政府支出结构，将更多支出用于与深度城市化相关的大城市住房保障、城市轨道交通网络、城市群和都市圈城际快轨、数字智慧城市设施、生态环保设施和公共服务设施建设，依据区域人口密度完善基础设施网络规划和建设，减少在偏远地区和人口稀少地区的不合理基础设施投入和浪费，减少锦上添花类基础设施项目，消除导致地方政府债务不断累积的重要因素。

中央政府还应该严控新城新区的数量和规模，这是因为新城新区建设数量多、规模大是导致一些地方政府债务飙升的主要原因。要以沿海一线城市或都市圈、内陆新一线城市为重点，以国际化大都市为标准提高城市发展品质和国际化程度，培育具有更强国际竞争力和海外要素吸引力的国际化大都市。

5.基于深化开放的出口稳定增长

一国持续保持贸易顺差后，进一步开放本国货物和服务市场是化解贸易摩擦的必由之路。以国内循环为主也需要外部循环，而不是放弃外部循环。作为一个资源禀赋不足的大国，我国在原油、铁矿石、天然气

等领域如此高的对外依存度基本决定了我国没有实施国内大循环的本钱，必须继续通过外循环加以解决。除非西方发达世界全面封锁对中国的高技术出口，我们还需要通过外循环解决我国的技术不足。因此，绝不能将内循环为主作为不进一步深化对外开放的借口。但今后的深度对外开放不仅是对外国产品、服务和投资的市场准入放开，还包括对国内有可能导致贸易和投资行为扭曲的制度加以改进并与国际规则接轨，这会涉及国内的结构性改革，但有利于为中国企业的全球化经营营造稳定友好、安全可靠的外部营商环境。通过提高产品和服务品质扩大出口规模，是企业国际化经营和提高国际竞争力的努力方向和职责。

对政府来说，更重要的是努力为企业营造公平稳定友好的贸易环境。面对战略博弈日趋激烈、国际环境日趋复杂的新形势，中国必须更加积极主动地参与国际多边、区域和双边自由贸易和投资体制的建设，为我国企业参与全球化竞争创造更加稳定、可预期的公平竞争环境。同时，还要进一步扩大国内产品和服务市场的对外开放，进一步降低产品关税、扩大服务业对外资的市场准入，与主要贸易伙伴之间形成你中有我、我中有你的更紧密的利益格局。要认真研究主要贸易伙伴对我国贸易和产业政策的重点关切，基于国际规则做出相应调整和改革，以提高产业政策实效为出发点，避免对我国产业和贸易政策的“重商主义”指控或不对等开放的指控。有了稳定的国际贸易环境，出口企业才能更好地专注于产品和服务的竞争力提升，从而通过稳定外部需求，对我国经济增长做出更加积极的贡献。

6.基于绿色低碳的经济发展新动能

中国的生态环境承载力十分脆弱，我们在与美国基本相同的国土面积上承载了比美国多10亿多的人口，这多出来的10亿多人每天都要“吃喝拉撒”，对生态环境造成的影响可想而知，这使得中国成为主要污染物排放和碳排放的大国。与人民生活质量密切相关的空气污染、水污染和土壤污染，在人口比较密集的城市化地区，已经成为对人民美好生活的现实挑战。随着人民收入水平的不断提高，全社会对生态环境品质改善的需求在不断提高，并且越来越成为人民改善生活质量的重要内容，绿色低碳发展已日益成为一种持续上升的市场需求，与绿色低碳发展相关的技术、产品和服务，也将日益成为发展的新动能。因此，政府必须采取更加有力的措施、设计更加有效的机制，激励越来越多的企业和投资机构，投资于提高资源利用效率、资源高效循环利用、降低污染物排放、降低碳排放的绿色低碳技术和产品服务。这应该包括以下几个方

面：

一是实施主要污染物排放和二氧化碳排放总量控制制度，并以排放权力人人平等为基础科学合理地在地区间、企业间或行业间进行额度合理分配，在此基础上建立排放权额度交易制度。

二是建立以绿色为资产的占补平衡制度，强化绿色资产的产权界定和产权保护，在此基础上建立生态环境等绿色资产破坏行为与生态环境改善等绿色资产创造行为之间的平衡和净增加机制，通过绿色资产交易市场构建绿色投资和绿色资产的市场化价值实现机制和退出通道。

三是加大政府对绿色低碳技术，特别是清洁能源技术、储能技术、主要污染物处置技术、水环境改善技术的研发支持和新技术商业化推广。

四是进一步改善绿色金融发展环境，推行并更好地激励绿色责任投资，促进绿色信贷、债券、基金等各类绿色金融产品更好地服务企业绿色转型发展。

五是进一步强化生态文明理念和意识的全社会普及和教育，鼓励更多非政府组织从事公益环境保护和减排活动。在地缘政治日益复杂的外部环境下，推进人类命运共同体建设还需要共同的价值理念作为基础，由于我国主流意识形态和社会制度的独特性，高举生态文明、绿色低碳的发展大旗，还有利于我国与不同国家形成共同的绿色低碳价值认同，值得我国为之付出更多努力。

总的来看，“十四五”时期的国内外环境还会更加复杂，十四五规划的编制和实施也会难于以往。从国内看，今后很长一段时期，我国经济将呈现增长率下降趋势，这需要我们不满足于近几年供给侧结构性改革的阶段性成果，通过深化供给侧结构性改革，并与短期宏观调控政策有效配合，形成供需两侧更有力的增长支撑。从国际看，尽管美国对中国发展的态度变得更具敌意并咄咄逼人，但我国经济的开放度和信息化、数字化世界的形成，使得我们即便是专心做好自己的事情，也离不开与国际社会的交流与合作。我们需要以更开放包容的心态努力维护友好稳定的国际政治经济环境和自由贸易体系。我们或许左右不了国际环境的演变，但我们完全有可能通过包括制度体制创新、政策机制创新、治理模式创新和科学技术创新在内的全方位创新，来更好激发国内微观主体的创新创业活力和持续增长能力，进一步改善资源和要素的市场化配置效率，形成以国内循环为主、国际国内双循环相协调的良性发展格局，

使实际经济增长充分达到潜在增长率并延续更长的增长平台期。因此，相对于“十三五”时期的供给侧结构性改革而言，“十四五”时期的供给侧结构性改革的核心内涵应转变为全方位创新，重点是体制机制创新和科学技术创新。如果我们能够通过全方位创新实现上述目标，中国就可以用10年左右的时间，成功跨越中等收入陷阱并稳步迈入高收入国家行列，国家综合国力、国际竞争力、国际影响力和人民生活质量都会有新的提高，并作为一个负责任大国，为人类命运共同体建设做出更加令人信服的贡献。

---

[1] 本文作者徐林系中美绿色基金董事长，国家发改委发展规划司原司长。

“十四五”必须推进的土地制度改革

刘守英[1]

土地制度是中国政治经济制度的基础性安排，土地制度改革是中国全局改革的关键领域。独特的土地制度安排与变革曾作为中国经济高速增长和结构变革的发动机。但是，中国在利用土地创造“中国奇迹”的同时，也形成独特的以地谋发展模式，造成国民经济运行、财富增长与分配对土地的过度依赖。随着中国经济从高速转向中高速增长，结构形态从高速城市化转向城乡中国格局，必须转变以地谋发展模式，构建适应城乡融合战略的土地制度。“十四五”开启全面建设社会主义现代化国家新征程，以土地制度改革为核心的要素市场化改革是实现这一目标的重要手段。

一、影响“十四五”发展与转型的两个典型事实

（一）“以地谋发展”模式的衰竭

自20世纪90年代中期始，随着分税制实施带来地方政府谋发展方式的改变，以及土地管理制度变革带来农村集体建设用地市场关闭和地方政府对土地转用市场的垄断，土地成为地方政府主导经济发展的重要工具。独特的“以地谋发展”模式，使中国成为过去40年世界上经济发展最快的国家。随着中国经济发展阶段转换以及“以地谋发展”模式潜在的诸多问题不断累积，以土地推动发展的效力减退，运行风险加大，不可持续性显现。随着中国经济发展阶段从高速增长转向中高速增长，经济结构发生重大变化，土地的供需状况和功能也在发生改变。

1.土地的发动机功能减弱，对地方经济的拉动作用降低

从2010年开始，中国经济增长开始减速，应对的策略之一是放宽土地的供应，尽管如此，中国GDP增速还是一路下滑，建设用地供应也出现历史性峰值。之后的情形是：经济增长阶段转换和转型加快，全国的土地供应量在2013年后逐年减少。随着经济发展阶段转换，依靠土地宽

供应拉动经济增长的模式已发生历史性转变，土地发动机功能不再。土地对经济影响的减弱还反映在区域土地指标的分配和使用上。随着经济增速的下滑，2013年后多地开始出现土地指标供不出去的现象，2016年上半年全国供地指标完成率不足35%。指标使用的差异在区域间的分化尤其明显，中西部地区部分城市甚至存在零供应、零成交的现象，这不仅表明建设用地指标约束对地方经济的影响减弱，也意味着土地作为发动机的功能的减弱，地方经济发展对土地的需求减弱，土地对经济的拉动作用降低。

2.低价供地工业化方式问题凸显

地方政府一直致力于以低地价的招商引资发展工业化，尽管总的工业增加值依然在逐年增加，但工业增加值的增长率已经开始下降。更严重的是，单位工业用地产出的增长率下降更为明显。从2011年开始，单位工业用地工业产出的增长率便逐步下降。工业增加值增长率逐渐下降，主要是因为中国生产要素成本上升，依靠低成本、高要素投入的工业化阶段已经过去。在经济下行、生产成本上升的压力下，企业的产值大幅下滑，债务压力凸显，许多城市的新城和工业园区工业增加值缩水严重。中西部地区模仿东部地区的低地价工业化模式一直绩效不佳，该区域30%以上的国家级开发区存在亏损，省级和地/市级开发区亏损更为严重，中西部地区通过低地价招商引资的前景并不乐观。

3.高度依赖土地的城市化难以为继并积累了大量的金融风险

由于土地价格的波动和土地抵押融资导致的地方债务风险上升，抑制了地方政府通过土地获得城市建设资金的想法和城市基础设施建设投资。随着近年来很多城市的用地从原来的新增用地转向存量用地，加上农民权利意识觉醒，征地拆迁的成本大幅上升，导致政府的土地净收益下降。中国已告别低价征地的低成本城市化时代。更为严重的是土地抵押支撑城市化产生的风险。在土地出让收益下降的情况下，政府还在加大基础设施投资，一些地区的新城、新区建设进一步扩张。面对城市建设资金的巨大缺口，储备用地抵押贷款在城市化的资本来源中发挥着越来越重要的作用。由于土地抵押贷款的主要用途是基础设施建设等一些收益性较低的项目，从这些项目中获得的收益很难偿还债务，政府土地抵押贷款的偿还也主要依靠土地出让收入，地方政府对土地出让金的依赖由此可见一斑。由于部分地区出现偿债能力不足，主要靠借新债偿旧债。地方政府将土地出让金和储备用地抵押融资捆绑的土地资本化发展模式实质是在提前支取未来土地收入。但是，土地的未来收入具有不确

定性，一旦土地市场价格出现波动导致地方政府土地出让收入减少而出现偿债困难，银行对储备用地的大量贷款会迅速转化成不良贷款，甚至引发系统性金融风险。

自20世纪90年代开启的“以地谋发展”模式在中国的经济发展初期的确起到非常大的推动作用，通过对土地市场的把控和利用，显著拉动了地方工业化、城市化及经济的跨越式发展。随着中国经济发展进入转型期，“以地谋发展”模式积累的问题逐渐出现，土地对地方经济的拉动作用已经衰竭，部分地区甚至由于风险的增加，过度投放的土地反而抑制了地方经济的增长，这一问题主要集中在东部地区。中西部地区由于地理区位、制度成本和发展环境的差异，尽管在其发展起步阶段复制了“以地谋发展”模式，但是绩效不佳。随着中国经济发展阶段转型，“以地谋发展”模式的功能不再，效力衰竭。中央政府必须明确不再以地保发展，不再以土地参与宏观调控，同时加快土地制度改革，为地方经济发展创造新的动力来源。地方政府必须改变土地作为增长发动机的功能，告别“以地谋发展”模式。当然，由于地方政府习惯这套发展模式，尽管以地谋发展的效力减退，还会继续使用，但由此带来的发展代价和风险将更大。

（二）城乡中国格局成形

2010年前后，中国的城乡关系发生革命性跃迁。随着80后及90后成为劳动力迁移主力军，他们沿袭着上一代农民的离土、出村，但是，大多数人却选择了不回村、不返农，即便回村的农民所从事的经济活动也发生了重大变化。“农二代”的经济和社会行为变化，正在引发乡村经历一场历史转型：农民与土地的黏度发生变化，乡村的人地关系、农地权利、农业经营制度、农业发展方式、村庄演化、城乡关系等方方面面呈现新的特征，标志着一个与“乡土中国”不同的“城乡中国”的到来。

1.代际革命

在城乡人口迁移中，80后、90后已经成为主力军。他们在经济社会等方面的行为特征呈现显著的代际差异，甚至具有不可逆性，成为引领中国城乡关系变革的重要力量。他们保留着农民身份，但已不再务农。农二代差不多进入劳动年龄就开始离开家乡，与农业和土地的关系疏离，不像他们的上一辈那样农忙时回家打理农事。他们在城市的就业正在将擅长的建筑业抛弃，而是主要从事更为正式的制造业和服务业，从

事机关、专业技术岗位的比例也在增加，还有部分农二代开始选择自营劳动或作为雇主生产经营。他们的受教育程度更高，在城里也获得了比农一代更多的工作技能培训，人力资本的提高更有利于他们在城市工作和生活。他们迁移的距离离家乡更远，跨省流动、前往东部地区以及大中城市务工经商是他们的主要选择。他们既看重在外挣钱，也在乎家庭团聚和孩子教育。他们的生活方式基本城市化，消费方式已经与城市同龄人趋同。他们不像农一代有钱就在农村盖房，而是选择将积累的资本在本地的县城和城镇买房，显示出未来“落叶归根”于城而非村的倾向。农二代购房意愿比本地农业户籍居民高出很多。他们融入城市的意愿很强，在工作地享有社保的比例显著高于农一代，但是由于城乡之间的那堵“墙”，他们对不被城市接纳的感受更强。他们与乡村的情感联结渐行渐远。农二代的“出村不回村”，正在令乡土变“故土”，传统乡土社会的人际关系、礼治秩序、非正式规则等正面临严重冲击与挑战。

2.农业发展方式的历史转型

由于人口迁移，尤其是代际变化，农业劳动机会成本上升，农业发展模式发生历史性转折，传统均质小农异质化。农业同非农业用工竞争加剧，劳动力价格上涨，农作物劳动投入成本上升，农民采取减少劳动力投入、增加机械和资本投入的策略。农地流转加快，土地经营规模有所扩大，农地流转在以转包和出租为主的基础上出现股份合作、转让等形式。农业发展动能发生变化，农业劳动生产率快速提升，其增速远远超过土地生产率，长期依靠高劳动投入提高土地单产的传统农业发展模式正在转向提高劳动生产率的现代农业发展模式。农业功能与形态发生变化，休闲农业和乡村旅游业增长极其迅速。

3.乡村分化呈不可逆之势

伴随城市化进程，中国的村庄缩减势成必然。未来的村庄数量还会进一步减少，一方面是因为农作方式变化带来村落的分散化与耕作半径的变大，另一方面是因为村落人口减少后公共服务的供给需要适度缩减规模。同时发生的是村庄的分化加剧，村落的活化与衰落并存。农二代的去村化趋向以及农三代的完全城市化，会使多数村庄进一步衰落。还有一类村庄会在新的城乡关系中复活甚至兴旺，其中部分村庄会随着城市扩展直接融入城市，有一批村庄可能成为连接城乡的“驿站”，还有一些村庄则因为自身具有的独特性加上人力资本与企业家的努力而活化。这些村庄或者具有独特的历史和文化记忆，或者能够提供地方性、独特性、安全性的产品，或者有好的带头人，或者找到了可持续发展现代农

业的路子，等等。随着乡村经济活动与社会关系的变化，维系乡村社会的血缘、地缘以及人情关系发生变化并趋于淡漠，村民的集体意识降低，村庄共同体的向心力与凝聚力下降。代际革命带来的是村里人成为陌生人，礼治秩序让位于经济权力的主宰，村庄治理结构、规则与秩序正在进一步演化与变迁。

4.城乡互动与两种文明的共生共存

中国在经历急速的城市化以后，城市与乡村之间的关系正在重塑。单向的城市化正在转向城乡互动。生产要素在城乡之间的双向配置与互动增强，资本下乡的速度和规模增加，劳动力流动出现一定比例的从沿海向内地的回流，乡村经济活动变化带来建设用地需求增加。城乡互动是中国经济从数量增长转向质量发展、人们消费需求变化的结果，具有阶段转换与趋势变化的性质，将成为城乡中国的一个基本特征。与此同时，城、镇、村的功能分工更加明确。随着城乡互动的增强，市场和经济力量在城乡之间生产要素的配置主导性增强，更有利于大城市、城镇与乡村发展各自比较优势。大城市发挥其集聚、效率、创新、知识、产业、就业的优势，成为城乡人口就业和创造收入机会的场所；活化的村庄在满足城里人新的消费需求的同时，长出一批体现乡村特色、个性化、有地方风格的产业；在大城市和活化的乡村之间，部分乡镇成为连接城乡的“驿站”，承担城市部分产业转移等功能，也成为城乡人口互动的过渡地带。更为根本的是城市文明与乡村文明共融共生，城市文明与乡村文明的共存与呼应是城乡中国阶段的基本特征。

二、新阶段已来，土地问题依旧

中国现行的城乡二元、政府垄断、土地资本化的土地制度是一套适应和助推高速经济增长与快速工业化城市化的体制安排，对中国成为世界制造工厂、矫正城市化滞后于工业化、实现乡土中国向城乡中国转型起到重要作用。但是，经济发展阶段转换使得“以地谋发展”模式弊端凸显，产业转型升级与城市发展模式变化使得土地的发动机功能减退，保障单向城市化的土地制度安排已经不适应城乡互动后的城乡中国新格局。

（一）发展阶段转换与土地功能变化

2010年以后，中国的经济增速出现趋势性回落，增长的动力更多依靠全要素生产率提高和创新驱动，发展导向从数量扩增转向发展质量提升。经济增长平台转换后，继续依靠土地宽供应促增长的方式已一去不复返。从土地与结构转变的关系来看，成就中国成为世界制造工厂的园区以地招商模式于2004年以后发生变化，东部地区的制造企业转向主要依赖转型升级和质量阶梯爬升，对土地低成本和土地抵押融资贷款的依赖减低，引致工业用地占比下降。差不多在同一时期，中西部地区开始模仿东部地区的园区以地招商引资及靠土地信贷提供基础设施模式，但是由于内外部条件变化等因素的影响，这些地区不仅园区招商引资绩效不佳，相反以地招商引资造成政府债务高企、对土地抵押和银行贷款依赖增加。随着要素相对价格变化与制度成本上升，中国不可能继续依靠制度扭曲带来的土地低成本保住世界制造工厂地位。另外，中国的城市化已告别低成本时代。城乡中国阶段不仅无法再依赖“以地谋发展”模式，还要处理这一模式在推动高增长时产生的大量问题，尤其是必须应对和解决以地谋发展和以地融资带来的政府债务和银行金融风险。许多城市的土地抵押价值在土地高价时评估，经济下行后土地需求下降，土地实际价值与评估价值的差拉大，一些城市的土地杠杆率过高。着力解决土地抵押融资还贷风险是迈向新发展阶段的关键。在城乡中国阶段，提高土地配置效率对经济增长质量的意义要远远大于增加土地数量拉动经济增长。土地供应与配置方式如何因应这一经济增长阶段变化，是“十四五”土地与国民经济关系的重大问题。另一方面，以地招商引资和加大工业用地搞园区工业化的模式业已过时，建设用地结构的优化、工业用地的再配置、园区转型，以及供地方式与结构变化，将是新阶段要面对的重大土地政策问题。

（二）城乡格局变化与土地配置制度困境

现行土地配置制度——农地转用一律实行征收，建设用地只能使用国有土地；土地用途、规划、年度计划指标和所有制都实行管制；城市政府独家供应土地——是一套高效保证和促进土地向城市转换的组合，它将乡村用地权力关闭，形成城市用地一个通道。土地使用的城市偏向又加剧了劳动力和资本往城市的单向配置。从近年来的新变化和未来趋势看，城乡格局从单向转向城乡互动，人口和劳动力从乡村到城市的单向流动转向城乡之间的对流，城里人对乡村的需求上升带来乡村产业的复活与发展，乡村机会的增加又引致资本下乡。人口和资本配置变化带

来的乡村经济活动的变革，凸显土地制度的不适应。当下乡村的衰败与农业产业的竞争力缺乏，与这套制度有很大关系，在现行土地制度安排下，农民利用集体土地从事非农建设权利被剥夺，导致大多数乡村地区非农经济活动萎缩，农村产业单一，农民在乡村地区的发展机会受阻，造成乡村的凋敝和城乡差距的拉大。现行土地制度是阻碍城乡中国阶段城乡融合与平等发展的最大障碍。如果乡村不能获得平等的建设用地权利，乡村空间就无法实现与城市空间平等的发展权，乡村产业发展受阻，人口和劳动力就不可能持久地向乡村流动，资本下乡因没有获利前景而只能是昙花一现，乡村振兴战略也就找不到有效的实施路径。

（三）农业历史转型考验农地制度选择与变迁方向

在乡土中国阶段、计划经济时期和农村改革时期，农地制度的选择与变迁都是引起全社会关注的议题。随着集体所有、家庭承包制度被确立为农村基本经济制度，中国在快速城市化时期的城市土地问题更加突出，农地制度的改革被搁置一边。在城乡中国阶段，由于农业发展方式转型与农民高度分化，变革农地制度和经营制度的现实需求与呼声使农地问题重新成为热点。这一阶段的农地问题既有遗留下来的悬而未决的难题，也有农业转型出现的新问题。

第一，集体所有制的政治与制度选择。中国选择了社会主义制度，集体所有制就是这一制度在乡村的基础制度安排。集体所有制的实现有不同的选择，集体化时期采取的是国家控制下集体组织代理行使土地权利的安排，农村改革时期采取的是集体所有制下的成员权利安排，两种安排的制度绩效已有大量实证检验。在城乡中国阶段，改革时期做出的集体所有制下的成员权利安排面临现实挑战，比如，既然集体所有是成员所有，新出生人口作为集体成员如何享有成员土地权利？减少人口是否应该交出集体成员权？当集体成员不再从事土地经营，集体所有者是否有权主张将发包给集体成员的承包经营权收回？集体存在的大量未界定到农户的资源产权属谁？这些资源在投入使用与再组合以后的利益属于谁？在城乡中国阶段，集体所有制如何安排是一个政治选择问题，且会对农地制度的稳定性与权利结构产生根本影响，进而影响农户行为和资源配置。

第二，农民成员权利的保障与处置方式。对农民土地权利的安排与保障是农地制度的基础。集体化时期的教训是剥夺了农民的土地权利，造成国家和农民利益双损；改革时期的经验是在集体地权下赋权于集体

成员并对其权利予以政策和法律保障，给农民吃的定心丸也换来国家在乡村的稳定。在城乡中国阶段会不断出现变革农地制度的呼声，在求变时最容易针对的就是赋予农民的土地权利，列举的理由如：集体成员只是享有集体土地的承包经营权，一旦他不再依赖土地为生，土地权利应该回到集体所有者；小农持有土地不利于规模经营和农业现代化；土地不再是农民的命根子，过强保护农民土地权利会使中国农业失去变革的机会；等等。这些意识和倾向如果变成公共政策和制度推动力，对政治、经济和社会稳定造成的危害无法估量。但是，随着农民出村与非农经济活动增加，尤其是农二代对土地和农民的观念发生重大变化，农地制度安排与农业经营制度之间已经出现了不匹配。尽管法律明确承包权是农民的财产权，但是它同时也是一个用益物权，农民承包土地与集体之间是承包发包关系，在人地分离趋势下，承包权与经营权分离成不可逆之势，承包权的权利内涵会发生那些变化？制度选择的方向是朝向更强更完整的承包权保障，还是在设置底线下朝向有利于强化经营权的方向？由于结构变迁及农民与土地关系变化，仅仅以不许动应对意识形态和偏激做法，又会延误实际变革需求的制度供给。

第三，经营权的权利地位与经营制度的演化。从农地制度与农业经营的关系来看，耕作权是影响最为直接的一项权利。随着人地的分离与农民的分化，城乡中国阶段的农业效率取决于经营者对土地利用的权利安排。从发展趋势来看，中国的农业经营制度必然朝着适度规模和经营主体多元化的方向演化，但是如何抵达这一目标？经营权如何从千万小农的承包权中分离出来？如何使经营权成为一种有保障的权利，赋予经营权的权利有多大？赋权强度的火候如何把握？都是目前已经遇到、未来会更加显化的亟待解决的问题。

第四，乡村分化与宅基地制度滞后。在中国农村的几项土地安排中，宅基地制度是最落后的一项制度安排。在现行宅基地制度下，农民对宅基地享有依成员资格无偿取得的分配权、占有权和房屋所有权，但宅基地的财产权利残缺，没有收益权、出租权、抵押权和转让权。宅基地制度安排的强成员权弱财产权倾向，进一步强化农民以成员身份获得与占有宅基地的倾向，弱化了农户之间以财产权交易和市场方式配置宅基地的可能路径。被集体制度强化了的农民对宅基地的占有观念，使农民不会轻易放弃他们手中的宅基地，因为一旦放弃，其基本权利就失去了。既然无法通过交易获得宅基地财产权益，农户的理性选择当然是占着，哪怕宅基地的使用价值降低了。

结构变革事实上带来改革这套宅基地制度的可能性。一是一定比例的农户已经在城市（镇）购房，可以预期未来这一比例还会进一步上升。这意味着，随着经济活动的变化和收入水平的提高，农户的居住方式在逐步离开本土，宅基地的居住功能和安身立命之所的重要性在降低。二是以80后为主的农二代离土、出村、不回村的倾向明显，他们与农业和土地的黏度降低，其生活方式、就业特征与后代的教育选择都在城市，无偿分配和占有宅基地的效用减低，宅基地及其上的房屋已成故土，占有和居住的功能弱化。三是对宅基地功能最看重的就是离土、出村、回村、返农的农一代，他们对农业和土地有着特殊的情感，宅基地就是祖业，祖屋就是他们的归宿，他们更看重宅基地的占有、居住、生活和福利配置。总体来看，如果宅基地制度有合理的安排，在农二代直至农三代身上有可能找寻到宅基地改革的突破口。未来一个时期，农民与宅基地关系取决于改革设计和分寸把握。代际不同，宅基地的功能不同，对宅基地权利的保障与实现也应不同。农一代决定宅基地改革的循序渐进，农二代决定改革的节奏和速度。

三、塑造新发展格局的土地制度改革

（一）土地治理目标和方式的转变

1998年以来，我国建立的土地管理制度，主要目标是实现粮食安全，手段是耕地保护。以实现粮食安全为主要目标建立了一整套耕地保护制度。现在要思考的问题是，下一阶段的发展目标和内涵发生了重大变化，这些重大变化发生以后，对下一阶段粮食安全和耕地保护相关的政策要做一些战略性的思考。1998年以后，土地管理一系列制度的设立，都是在耕地保护这个大的方向上进行的。事实上，我们土地的功能——保发展和保耕地是并行的，在保护耕地的同时也保发展。2013年之后土地的发动机功能减弱，这对于耕地保护制度是一个重大信号。在下一个阶段，对耕地保护的讨论可以摆脱必须同时讨论土地发动机功能的特殊阶段，回到讨论耕地的常态。上一轮我国的土地关系主要是建设和保护的关系，处理的是快速工业化进程与城市扩张过程中大规模的城市化和工业化带来的建设用地需求对耕地保护形成的冲击，也就是建设与保护的问题。下一个发展阶段的土地关系，将从处理生产和生活用地二者的平衡，转为处理生产、生活和生态的平衡。在发展阶段转换过程中，工业化和城市化对耕地保护的冲击力在下降，也就是生产性用地的

需求在下降。因此，生产这一块的用地，也就是建设用地，在土地关系中的权重和位置会发生变化。相比之下，生态安全要往前移。下一轮土地利用中的土地关系将从主要维持生产生活的平衡，转向生活、生态、生产的平衡。在上一轮发展中，生态安全没有受到充分重视，下一个阶段，生态安全的重要性要往前移，这一点对未来国土可持续发展非常重要。耕地安全当然重要，但土地安全更关键。耕地安全是由粮食，尤其是主粮安全引出的问题。保主粮数量、实现粮食安全的基础是耕地安全。下一阶段要在更大范围内改善耕地质量，减少土地污染，也就是解决土地安全问题。由此，我国的土地治理方式要改变。上一轮发展中，为了保护耕地、避免大面积占地，设计了一套中国特色的用途管制方式。为了实现下一轮发展目标，治理方式必须加以改变。一方面，大面积占地需求在减少；另一方面，计划管理方式的成本越来越高，有机会也有必要实现从计划管理方式向空间规划管制的转变。真正让国土空间规划成为土地治理的主要方式。在空间规划和区域布局上做更加科学的设计，将规划管制真正落地，逐步由规划管制替代土地计划管理。

（二）构建统一的土地权利体系

一是土地权利安排是土地要素市场的基础。近期中央连发几个文件聚焦要素市场化改革，其中最受关注的是关于土地要素的市场化问题。有大量的研究强调如何让土地更好地进入市场，如何让土地要素的价值更加显化，如何让土地产生的利益得到增大和更公平分配。但是，如果土地权利作为要素市场的基础这个问题不解决，前述努力就不一定能达到要素市场化改革的初衷，甚至事与愿违，所以，统一的土地权利体系是土地要素市场化的前提。关于土地权利和要素市场的关系，现在有一种很强的倾向，就是注重市场化，但是，对市场发挥作用的基础——权利架构、权利安排还没有足够重视。土地的权利界定是市场化的前提，如果没有清晰的权利界定，没有明确的权利安排，土地市场运行是要出问题的，甚至有可能出现伪市场化，这种市场化会造成很大的混乱。土地天然就是一种要素吗？土地怎样成为一种要素？这一点大家关注得不是很够。土地本身是作为一种物的存在，土地在发生行为和利用关系时才产生了权利界定需求，土地作为一种要素取决于土地权利的价值和可交易性。现在很多讨论在讲土地作为一种要素时忽略了两个重要的观念：没有土地的权利价值，土地就不是一种要素；土地的权利价值不可交易，土地就不是一种有价要素，这是土地权利和要素市场的关系的两

个前提。因此，要使土地作为一种要素，要讨论土地市场取决于土地作为一种权利的价值的存在，以及土地权利价值的可交易性。

二是要认识到，现实世界出现的大量土地问题主要源于权利问题。土地权利问题主要表现为三个方面。（1）权利不清导致的市场化进程中的问题。近年来土地市场化中出现了大量问题，这些问题的各种表现林林总总。但是，市场化出现的这些问题源于在基础权利没有搞清楚的情况下，就盲目推进市场化。现在有一种倾向，市场化出现了问题就把它反过来归结为土地不能市场化，或者强调所谓土地的特殊性，土地就不能按市场化方式来配置。这里的根源就是土地进入市场时很多的土地权利安排本身就是混乱的。不注重土地权利的安排必然导致土地在市场化中出现问题。（2）行政权力过强介入土地市场化过程。土地作为一种要素一定是其权利价值的可交易，但是，如果现在土地进入市场时权利就不清，怎么能体现权利的价值？如果土地进入市场的过程不是通过可交易方式实现，就会导致通过行政权力形成的土地市场。（3）土地主体权利受损，源于对作为土地权益的主体农民应该有什么样的权利认识不清，安排不清，这样就会导致农民成为市场化进程中受损最大的主体。当然，我们不能因为现实中出现的大量问题就质疑要不要搞土地市场化，也不要因为土地存在的一些特殊性就认为土地市场化要另搞一套。

三是处理好土地功能与土地权利的关系。土地管理中为了便于土地管理，我们将土地划成几大块，对每一类型的土地功能做了限定，这种限定实际上导致农民土地权利的残缺，权利受制于功能。比如，农地作为土地的一种类型，它的功能就是实现粮食安全，通过农地的类型划分和设定来保证粮食安全，其手段是实行耕地保护，这样农地本身的权利在实施中就出现了限制。尽管农地的权利得到了土地使用、收益转让的非常明晰的安排，但是，由于土地权利受制于功能，农地权利的实施就受到很大限制。宅基地也存在很大问题。宅基地的功能定位是居住，这一定位实际上导致在制度和政策安排上长期以来没有把它作为一种财产。农村建设用地的问题更大。长期以来，建设和发展的主战场在城市。在土地用途管制下，乡村用地的建设功能定位缺失，比如它不能发展产业。城市化快速推进进程中农村产业更加单一，由此导致乡村建设用地权利赋予和利用权利的缺失。

四是土地权利的体系性安排有待矫正。（1）对一块土地的初始基本权利没有做统一安排，在土地利用过程中，对不同类型的土地设置不

同的功能和不同的权利安排，承包地、宅基地和建设用地不仅功能不一，各自的所有权、使用权、收益权和转让权安排也差异极大，三者之间的权利安排设置不在一个统一的权利体系下。承包地、宅基地、建设用地的权利安排各搞一套，导致各类土地的权利设置割裂，导致市场上土地整体权利之间矛盾重生。（2）不同类型土地的权利安排程度不一。以所有权为例，承包地的所有权体现为集体组织成员所有权的集合，集体经济组织对土地的权利是集体成员委托其行使的；宅基地则是一个集体组织所有权更强的权利安排，既表现为宅基地的分配，也表现为宅基地的管制；集体建设用地的所有权更体现为集体组织对土地更强的所有权和收益权的实现。土地权利不成体系以及权利相互割裂，就会导致不同土地之间的功能转化困难，导致农村在统筹利用土地上困难重重，进而导致整个社会管理成本高昂、权利保障缺失。统一的土地权利是形成高标准土地市场经济的基础，几种不同类型的土地基于功能而非基于权利进入市场，导致土地市场化扭曲，市场配置效率低。因此，矫正土地权利的体系性安排缺失，应该是下一步土地制度改革的重点。

（三）改变土地的增长发动机功能，告别“以地谋发展”模式

中国经济转型的最困难之处，一方面是如何从已经形成的“以地谋发展”模式转身，这套发展模式就像吃鸦片一样，沾上了就上瘾，且很难戒除；另一方面取决于提高生产率和创新驱动的新增长模式能否建立。更难的是，这两者相互影响。只要前者好使且机制还能用，就不会转向后者；而新模式建不起来，又不得不转而依赖旧模式。这也是这套模式的弊端暴露无遗后不改甚至愈演愈烈的原因。在我看来，经济下行和换挡是改变长期难以转变的“以地谋发展模式”的机遇，理由前面已进行过详细讨论，基本结论是这套模式的成本收益结构如果继续沿用已变得不再合算了。

要真正告别“以地谋发展”模式，一是从中央层面明确不再以土地保发展功能，不再让土地参与宏观调控（即在经济冷时放地、经济热时控地），利用经济下行期土地需求下降的机遇取消土地指标年度管制，转向建设用地总规模和严格规划管制。二是改变土地作为发动机的角色，避免以此将经济增长速度人为拉高；阻止地方政府以土地低价招商引资，减少产能过剩和重复建设；改变地方政府卖地和圈地的制度安排和利益激励，减缓城市边界无节制外扩和土地城镇化。三是改革地方政府

独家垄断土地市场的格局，允许土地所有者在规划和用途管制下进入土地市场。四是改革地方政府以地融资机制，取消一些单纯为了融资、没有任何现金流的土地融资，切断政府以地融资的机制。五是对已经形成的土地债务进行彻底清理，进行一次性处理。六是组建国有土地经营公司，保证政府通过经营获得一定量的收入。七是对不同功能土地、不同面积和套数住房征收差别性不动产税。

（四）以用地结构优化促进结构改革

在土地发动机功能改变后，接下来可以着手的是，优化土地利用的结构，以此推动国民经济结构的改革。

一是减少基础设施和公共用地供地，缓冲依赖投资拉增长的惯性。经过近30年的基础设施大规模投资，中国的基础设施投资高峰已过，不适宜为了保投资和保增长，继续加大基础设施投资，这会加剧结构扭曲。大规模基础设施投资的占地以征地取得，不仅会加大政府财政支出，也会加大政府与被征地农民的冲突。另外，城市公共用地占比过高，这些用地被用于建大马路、大广场、大办公楼等形象工程，不仅占用大量资金，浪费土地，也导致城市宜居和发展用地被挤占。

二是继续减少工业用地比例，改变地方政府土地园区化招商引资的发展方式。与国际经验相比，中国土地利用结构中占比最高的是工业用地，尽管近几年有所下降，但占比还是过高。随着经济结构的优化、制造业的转型升级，工业用地供应量及占比下降还有很大空间，是下一程以工业用地配置促结构改革的主要方面。

三是改变园区低价供地招商引资方式，促进园区转型升级。中国的园区工业化为中国成为世界制造工厂做出了历史性贡献，但是，由此也导致工业用地价格扭曲，企业因土地成本低占地过多，以及园区土地投机等弊端，这种弊端在近年来中西部地区表现尤为明显。必须改革目前政府以土地低价招商引资的方式，对靠土地抵押进行园区超前基础设施建设的投资与税收平衡进行评估。压缩和整合绩效不佳的园区。

四是增加房地产用地比例，改变住宅用地供地方式，抑制房地产市场泡沫化。总体上要增加住宅用地供地总量，提高住宅用地在建设用地中的比重。对投资性住房和居住性住房采取不同的供地方式。前者继续采取招拍挂方式，土地价格和住宅价格完全由市场配置；居住用地由政府配给，无论是产权房还是租赁房只能用于居住，阻断其与市场性住房

的通道；在城中村和城边村开放集体建设用地市场，允许农民集体利用集体建设用地盖租赁房，实现农民工和部分低收入者的住有所居。

五是建立建设用地结构优化的利益分享机制。将现有产权拥有者的土地转化为居住、商业服务业以及容积率更高的用地，土地级差收入会大幅上升。应该根据级差收入生成原理，考虑城市更新和产业升级中的公共用地来源、资金需求和资金平衡，合理确定原产权拥有者的分享比例。

（五）城乡互动的土地配置制度改革

进入城乡中国阶段后，城乡互动的特征已经显现，人流和资本流已经在城乡之间对流，促进土地从乡村向城市单向配置的土地制度必须改革。城乡中国阶段的土地配置改革，一方面要促进城市用地的高效配置，助力城市转型升级，另一方面要通过土地配置制度改革实现乡村平等发展权。

一是改革土地配置方式，实现乡村平等发展权。我国大规模扩张的城市化阶段已过，具备了按照公共利益、市场价补偿、程序公开透明原则改革征地制度的条件，减少强制低价征地对农民土地权益的损害恰逢其时。城市用地可以通过土地利用结构改革，减少工业用地和基础设施用地、加大存量用地的制度创新来保障。城中村是城乡融合的重点区域，应加大城中村地区的土地制度创新，利用土地价值增值实现城市更新中的资本平衡、公共土地的获得以及土地所有权利益，允许城中村农民集体利用集体土地直接提供租赁房，解决进城农民在城市的体面落脚和居住问题。在符合规划和用途管制前提下，允许集体经济组织和农民利用集体建设用地从事非农建设，享有出租、转让、抵押集体建设用地的权利。

二是改革规划制度，保障乡村发展空间。按照城乡融合的空间形态，在用地类型、标准、规划编制等方面保证多功能、新产业、新业态、新形态在乡村落地；根据乡村分化与聚集、人口流动趋势，以生态韧性为重点编制乡村振兴规划。

三是实现农民城市权利，促进农民市民化。保障农二代城市居住权。鼓励大城市农民集体利用集体土地建立房屋租赁市场，城市保障性住房向外来务工人员及其家庭开放，降低农民工在城市落户门槛。落实农三代城市教育权。实现公办学校向随迁子女开放，放宽随迁子女在流

入地参加高考的限制，将“教育券”拓展到义务教育阶段的公办学校。

四是向城市市民开放乡村权利。允许外来人口在满足一定条件后，享有村庄的住房、土地、公共事务参与等权利；鼓励城市社会资本下乡，提升乡村人力资本质量。

（六）农村土地制度改革与乡村振兴

一是完善农地权利体系，促进农业转型。（1）明晰集体所有权。对于未到户集体资源进行全面确权，明确归属和利益分享机制，增强集体经济发展能力；推进清产核资、资产量化、确股到户的集体产权改革，确保集体资产保值增值；探索实行承包地股份合作制，在确保农户土地基本权利前提下，实行农地资源重组与配置；创新集体资源资产的集体经营、委托经营、合作经营等多种方式，保障集体成员按份共同享有集体资源资产经营收益。（2）承包经营权的分割与农户权利保障。顺应农民离土出村和农二代、农三代在土地及农业观念方面的变化，在自愿前提下，实行农地承包权与经营权的分离，保障集体成员对承包地的按份占有权、收益权、地租权、转让权，实行获得城市户籍农民承包地有偿退出权和一定期限内的可赎回权。（3）经营权设权赋权。明确从农户承包经营权分割出的经营权的合法权利。双方议定的合约受法律保护，经营者享有所经营土地的耕作权、收益权、转让权、土壤改良补偿权、土地收益抵押权。（4）创新农业经营体系。在自愿、依法、有偿原则下推进土地流转；探索国家土地信托制度，进行闲置低效利用土地的收购、整理和发包；培育现代农业经营主体、服务主体、合作组织和市场主体，以农业经营规模适度规模化、服务规模化、区域种植规模化、市场化实现农业规模报酬。

二是乡村振兴与宅基地制度改革。城乡中国阶段，乡村的分化还会加剧，部分乡村的复兴和大部分乡村的衰败总体来看是必然趋势。乡村振兴的公共政策是如何让有条件复兴的乡村活得更好，让一些衰败的乡村相对体面，这就需要在振兴乡村战略背景下思考宅基地制度改革的内容和路径。（1）改革宅基地的无偿分配制度。宅基地的无偿分配导致村庄成员大量超占村庄用地甚至耕地，村庄无序扩张，可以考虑采取时点划断办法，对原占用宅基地的农户沿用无偿使用办法，时点以后享有成员资格的集体成员，可以有偿获得集体所有宅基地使用权。（2）赋予农民宅基地财产权。目前的制度安排下，农民对宅基地只有占有权、使用权、居住权，没有出租权、收益权、转让权、抵押权和继承权。农

民不能有偿退出，他们占着宅基地宁愿让其闲置、废弃也不可能还回集体，大量农村房屋破败与村庄空心化与此有关。宅基地不能出租、收益、处置，农民进城时就少了一块可变现的资本。不能抵押、转让，宅基地就无法资本化，乡村投资资金就无从解决。因此，必须赋予宅基地财产权，农民宅基地可以有偿退出，可出让、转让、交易，从事乡村相关产业。（3）对外村人和外来资本的有序开放。没有外来人和外部资本进入就无法活村。

三是宅基地权利与集体建设用地权利的同权。目前的土地权利中，尽管宅基地也属于集体建设用地，但是在权利内涵上，宅基地只能建设用于农民居住的房屋，没有出租、转让和抵押权，随着集体建设改革到位以后，两者的权利差异会更大。因此，在实行集体建设用地与国有土地同地同权的同时，也要实行农村宅基地与集体建设用地的同地同权。在乡村规划、管制和集体组织的权力方面，我国现行的宅基地管理在法理上是政府严格管制，但是面对如此多的乡村主体和农户，管理成本极其高昂，实施效力很差。城乡中国阶段的宅基地管制应该将村庄纳入国土空间规划范围，在村庄规划中，控制和锁定村庄宅基地总量，有关部门的宅基地管理就是总量和规划管制，村内宅基地如何使用和农户之间的宅基地处置交由村集体组织。

---

[1] 本文作者刘守英系中国人民大学经济学院院长。

经济发展中的市场与政府

唐杰[1]

“十四五”是我国迈进新时代的第一个五年规划，也是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年规划，城市在其中承担着更为重要的使命。加快城市创新转型是城市高质量发展的方向，而深圳则是创新转型的代表。

一、深圳：充满创新和危机意识的城市

城市的发展是经济学研究的对象，也是社会学和文化学研究的对象。引起我们关注的是深圳独特的城市社会文化和社会经济现象，或者说，仅仅用经济学思维阐述深圳的发展是有缺陷的。深圳是一座基本没有资源禀赋的城市，流动中的移民人口就是这座城市的禀赋，也构成了其特有的社会文化特征。其中最为鲜明的可能是，流动人口或移民，对其要迁往的城市的未来前景会很敏感，这就构成了深圳特有的渗透到骨子里的危机意识。过往40年，深圳遭遇了多次挫折与衰退，引起过无数次关于危机的讨论。2002—2003年是深圳发展史上充满创新和危机意识的时期，其间的讨论引起了深圳人的极高关注，即使说它融入了深圳人的记忆基因中也不夸张。

2002年底，著名网文《深圳，你被谁抛弃？——从“候鸟北飞”看深圳的危机意识》在极短时间内引发了深圳甚至全国的关注。该文以深圳危机开始。

> 莲花山下，第四届中国国际高新技术成果交易会隆重开幕。今年的高交会多少让深圳人有一点沉重，因为不久前传出消息，在深圳本土发展起来的两大高科技企业——中兴和华为，拟把总部迁往上海！2002年9月16日平安保险于上海宣布，将在陆家嘴金融贸易区投资20亿元建造平安金融大厦，平安保险已经“金蝉脱壳”。媒体披露，招商银行似乎逐步“脱壳”，迁址上海。到2002年9月30日为止，深圳市共引进了751名海外留学人员，这个数字在去年全年引进

人才总量283人的基础上已经翻了一番。同期的上海已吸引海外留学人员3万多人；落户的近2000家“海归派”企业，几乎占据了全国“海归派”企业的半壁江山。北京和广州吸引人才的势头也很猛。深圳曾经是中国改革开放的前沿阵地，曾经是中国最具活力的城市，曾经是创造了诸多奇迹的经济特区，曾经是光芒四射的年轻城市，但到现在似乎已黯然失色。自2001年以来，共有数十家券商、保险公司、基金管理公司等金融机构或变更注册地，或以大规模迁移核心业务部门的方式，在上海“安营扎寨”。

作者自问，谁抛弃了深圳？“20世纪80年代，160米高的国贸大厦以‘三天一层楼’的速度创造了‘深圳奇迹’；90年代，383米高的地王大厦又以‘九天四层楼’创造了新的深圳速度。”深圳竞争力下降是因为处在时间和空间的不利地位，但这是深圳被“抛弃”的表面原因，内在原因则是深圳特区在转型过程中表现出的茫然和不知所措。“深圳过去22年的发展更多是得益于政策倾斜和优惠，而没有建立起一个完善的市场经济体系。”深圳国有经济改革迟缓。不敢冒改革的风险，或者担心改革成本太高而不愿“惹麻烦”。据有关统计，“深圳市仍有半数以上的国有企业没有真正放活”。深圳政府部门效率低下。无论是投资方还是普通市民都对目前政府部门的办事效率颇有微词，“有人统计，办一个暂住证要盖11个公章”。此外，深圳治安环境日趋恶劣，且城市环境捉襟见肘。

作者探讨了深圳“迟到的觉醒”。深圳一直笼罩在特区的光环下，一直认为自己扛着“特区”的大旗走在全国改革开放的前沿。“深圳不可能再有政策优势，地缘优势也有很大的弱化，生活指数、商务成本都比较高，因此必须进一步增强忧患意识和危机感。”“放眼国内外，且不说远处的‘京津唐’和‘长江三角洲’，就在周边，新一轮城市竞争已经打响。……要不了多久，东莞就有可能与深圳并驾齐驱。”上面两段文字出自2002年11月1日《深圳特区报》“学习贯彻市委市政府工作会议精神系列述评之五”，显示深圳当时已经认识到自身存在的问题与危机。

在这篇网文的结尾处，作者写道：“深圳，今夜我把你抛弃。”“深圳人的失落与迷茫虽然没有那么强烈，但却随时溢于言表。在上下班拥塞的路上他们会这么想，在密密匝匝的楼群里他们会这么想，在繁忙的工作中他们会这么想，在视野开阔的莲花山上他们更会这么想……当去上海的朋友打电话过来描述浦东时，我在这么想；当有朋友要去西安发展时，我在这么想；当在深圳的同学朋友聚会热烈谈论上海、北京、广州、苏州时，我不再这么想。深圳，难道今夜我要把你抛弃？莲花山

下，依旧车水马龙，流光溢彩。莲花山上，小平同志目光如炬，健步如飞。”

该文发表两周后，2003年1月19日，时任深圳市市长与时年27岁的网文作者进行了对话并表示，只要深圳人自己不抛弃深圳，谁也抛弃不了深圳！“个别干部赞扬声听多了，富裕了，优越了，小富则满，贪图享受。兵法说：骄兵必败，哀兵必胜。我们继续卧薪尝胆、奋发有为、励精图治。”“缺乏忧患意识，老以为自己第一……这样的队伍没有战斗力。用‘抛弃’这个词击一猛掌是件好事！”“光教育不行，还要有体制、机制的保证，政府行政体制要做大的改革和创新。”

此后不久，深圳出现了另一篇网文：《少年深圳说——深圳命运忧思录》，作者署名为老夫，想来也是一位年轻人。与《深圳，你被谁抛弃？》一文有所不同，该文作者更多着墨于坚持敢闯、敢试、敢为天下先的深圳精神，以及加快实现深圳经济转型的内涵与方向。

文中写道，深圳的优势不在于大家津津乐道的增长速度，不在于深圳的经济总量和排名，而在于这个城市与生俱来的、血液里生生不息流淌着的追求创新的能量和动力。作为中国改革开放的窗口和试验田，过去20年深圳以敢闯敢试、敢为天下先而自豪，以极大的勇气蹚过许许多多的雷区，在价格体制、企业体制、市场体制、政府体制以及资本市场等各方面闯关，创下了数以千计的全国第一，感动了全国，震动了全国，也为全国提供了宝贵的经验和榜样。1999年以后，深圳因趋于保守而使体制创新大大弱化。但深圳的民间创新动力强大，这来源于过去的体制创新，更来源于深圳是个移民城市。全国30多个省区市、50多个民族的人聚集在深圳，岭南文化、北方文化、海派文化在这里交融碰撞，形成了兼容并包、独具特色的移民城市文化，也成长起来一大批本土企业群体，不仅有华为、中兴、招商银行、平安保险这样的企业，也包括一批正在由小变大、由弱变强迅速成长的企业中坚，还有十余万家破茧而出、艰苦创业的中小民营企业，它们形成了一个雁形的企业梯队和良好的企业生态。这些企业从一开始就在市场化和公平竞争的环境中拼杀，具有极强的竞争能力和生存能力。前面有一千条道路，一人走一条，总有一条会走对。深圳是个宽容失败、崇尚竞争的创业沃土，这种创新精神、冒险勇气和专业知识基础决定着深圳的未来。

谈及深圳的衰落，文中讲道，不敢冒一点儿风险，不厌其烦地在一些细枝末节的问题上请示中央，错失了发展机遇，在全国各地加快发展的过程中迅速被边缘化。过去是深圳做了，中央才说；现在是中央说

了，别人做了，深圳才做。深圳一位领导曾在一次公开演讲中说道，按部就班地做好自己应该做的事与在贯彻上级领导意图的基础上进行开拓性、创造性的工作相比，后者需要有更大的勇气、更高的智慧和更高层次的牺牲奉献。“冲”“闯”“试”可能会不那么准确，可能会犯错误，但从全局角度来说，敢闯敢试、改革创新、敢于牺牲奉献，是我们的责任所在、使命所在。

这篇文章大胆展望，再干一个20年！

> 深圳应该向上海学习，眼光盯住的绝不应只是自己的一亩三分地，也不仅仅是长三角和国内，而是利用全球资源发展自己，要有气魄，大手笔不断。深圳土地面积狭窄，所以更应该把眼光放开阔，在深化区域经济合作中增强城市辐射能力。深圳不是一个孤岛，不可能脱离区域的背景发展，特别是在全球化的背景下，经济竞争往往以区域为单位展开，一荣俱荣，一损俱损，所以现在人们更多的是把长三角与珠三角比较。深圳去年（2002年）单位面积产出已达到1.75亿元，在内地是最高的，但香港特别行政区的面积只有深圳的1/2，经济总量却是深圳的4倍；东京的面积也就是2102平方公里，经济总量却占到日本全国的20%，将近8000亿美元。因此，内涵增长的潜力绝对不容忽视。报纸报道一些跨国公司陆续弃走浦东，把生产线搬到苏州甚至安徽；后来又有报道，说苏州也失宠了，跌出“台商推荐投资A类城市”。道理很简单，空间不是无限的，外延发展不是无限的，内涵发展却可以是无限的。最紧要的就是要把厉有为当年提出来的“把‘三来一补’[2]搬出深圳”的决策继续实施下去。在一定条件下，一块土地的承载能力是有限的，低素质的产业和人口超载了，必然要挤出一部分高素质的产业和人才，这是“劣币驱逐良币”的“挤出效应”。所以要腾出资源空间、产业空间和生态空间，发展附加值高的制造业和服务业，提升深圳的集约化发展水平。深圳人有一句话：一个城市才发展了20多年，就开始走下坡路了，就未老先衰了，历史上没有这个规律。如果深圳创造了这个规律，没有别的，只能说明我们自己没本事，没能力。百年前，梁启超作《少年中国说》，为悲观的中国人亮起一盏明灯；希望今日之《少年深圳说》，也能为深圳人亮起一盏信心之灯。正如深圳的“圳”字，有三条大路，条条大路通罗马，上可入天堂，下可入地狱，深圳作为经济特区，要保持对自己的历史使命、目标方向认识上的先知先觉、先人一步。

年轻人充满激情，深圳是充满激情的年轻城市。深圳经济特区40岁了。经历了一次次危机与挫折，深圳现已成长为一座世界级的创新城市。毋庸讳言，未来的深圳还会遇到挫折与危机，还需要保持独特的危机意识。

二、从数量型转向创新驱动的路径

深圳40年的转型道路不平坦，一路跌跌撞撞、起起伏伏，经历了多个转型期，在摸索中走出了从数量型转向创新驱动的道路。

1. 第一阶段（1979年至20世纪90年代初）：以“三来一补”为代表的工业化

1978年，十一届三中全会做出了改革开放的伟大历史抉择。1979年3月，深圳撤县设市；1980年，毗邻香港的327.5平方公里区域被划为经济特区；1981年，深圳市升级为副省级市。1979年，深圳市本地GDP约2亿元，1992年达到了317.32亿元，年均增长37.4%。1979年末常住人口31.4万，1992年超过了260万人。1980—1985年兴办经济特区之初，深圳具有简单靠优惠政策获利的优势，通过价格改革获取计划经济和市场经济的价格差，史称“套利的年代”。此后，深圳开始了快速工业化和城市化进程。“以外商投资为主、生产以加工装配为主、产品以出口为主”[3]成为深圳加入全球分工体系最简明扼要的政策主张。深圳重点发展劳动密集型产业，如电子、缝纫、纺织、机械等行业产品以出口外销为主，初步形成外向型的工业发展格局。1979年深圳仅有1家县办企业，员工108人。借助“三来一补”的加工贸易方式，深圳成功嵌入全球电子信息产业链。到1990年底，深圳的企业超过了600家（其中“三资”企业400多家），职工人数达到了10万人，产品品种也从不足10种发展到近千种，构成了以视听产品为主的现代电子工业体系。

2. 第二阶段（20世纪90年代初至2010年前后）：以模仿创新为代表的工业化

1992年的邓小平“南方谈话”，推动了我国对外开放从经济特区向沿海、沿江拓展直至全面开放。特区政策普惠化，推动了深圳向周边地区移动。深圳经济从加工贸易转向模仿创新，凭借模仿形成大规模生产能

力初级工业化过程，从而逐步走向模仿创新的生产制造。模仿时代的“山寨”经济现象成为深圳工业化的新特征。不可否认，“山寨”的生命力激发了一种异常灵活的生态系统，成就了供应链，这正是深圳的独特之处。这种对劳动力持续不断的分工使生产力水平得以提高，逐渐形成的产业布局开始被市场认可为最快的效率组合。产业链的精细化分工也让创业成为可能，因为专注在产业链上一个很小的环节，是不需要很多资产的。企业边界大大缩小，专业化企业形成新的商业信誉，信任式的合作形成行规，产业链得以高效率地运作，整个产业的运营成本得以降低。2008年全球金融危机爆发后，国外品牌商大举取消订单，很多企业被迫关闭或转型，加剧了竞争程度，也加快了产业升级的速度。[4]

3. 第三阶段（21世纪初至今）：创新发展和高质量发展阶段

2010年，深圳面临新一轮的转型衰退，接下来的几年超过1.6万家企业离开了深圳，但立志实现“腾笼换鸟”的深圳，“目标不变、力度不减、步伐不停”地持续淘汰转型低端落后产能。在这个阶段，公共研究开发平台、公共信息平台、公共创新服务平台等有效公共产品供给增长很快，与日益强大的企业创新能力相结合，深圳开始走向全球创新的前沿。以新一代信息技术和数字经济为核心的基因测序分析与装备制造、新材料、新能源汽车、显示技术等领域形成了较强的自主创新能力，它们依靠大规模产业技术创新过程，展现了创新活动能力强、集聚水平高、创新速度快的特点，逐步缩小了与国际产业技术前沿的差距。作为创新增长的标志之一，2017年，深圳市知识产权密集型产业增加值合计9184亿元，同比增长13.6%。目前，这一转型过程似乎正在从创新制造向知识创新引领的方向演变。

贯穿于三个转型阶段的深圳手机业升级过程是一个了解深圳经济转型的好案例。目前，深圳手机产量约占全国的一半（全球80%的手机产自中国），市场占有率巨大，聚集了全球最密集、最完善的手机产业链，既有华为、中兴等世界级品牌，也有华星光电等著名产业关联公司，还有22家企业入围中国电子信息百强企业名单，形成了全球手机“一站式”综合配套交易基地。深圳手机产业链从进口零部件组装生产开始，实现了从山寨模仿到自主研发的跃迁。1999年，中国品牌手机厂商市场占有率只有3%，深圳华强北电子市场提供门槛极低的生产配套条件，造就了山寨手机特殊的模块化生产方式。原本完善的手机产业链在

深圳被分割，并形成固定流程，由不同的小公司分担，从下游的元器件商、主板集成商、方案商，到模具、组装、贴牌。2002年，以深圳为主体的中国国产品牌手机市场占有率达到了30%。2008年后，深圳本土山寨手机厂商数量开始急剧下降，到2012年只剩400家左右，不到高峰时期的1/10。告别山寨生产模式，深圳手机业开始了追求质量、卓越研发的创新时代。深圳信息与通信产业的发展映射了中国通信从1G（第一代移动通信技术，以此类推）空白、2G跟随、3G绕道突破、4G并行、5G领跑的跨越式发展。进入智能手机时代后，2012年，全球出货量排名前五的手机品牌中，中国智能手机品牌占两席，其中华为年出货量291万台，占全球智能手机出货量的4.01%。2019年，中国智能手机品牌在全球前五名中占据了三席，即华为、小米和OPPO，其中华为年出货量2.4亿台，在全球智能手机出货量排名中位列第二，占全球出货量的24.87%。截至2018年，在通信企业5G标准必要专利（SEP）声明量排名中，华为和中兴发布5G声明专利3999件，占比26%。深圳当之无愧地成为全球手机产业制造和创新的中心。

在深圳，这种持续上台阶的经济转型和产业升级过程，被形象地称为“爬锅底”策略[5]。埋锅造饭是农耕文明时代的标准生活方式，“灶”字从象形文字演变而来，火在土上燃烧，锅在火上被炙烤。“爬锅底”策略实在是太形象、太智慧了。深圳的工业化过程从初期低层次起步进入全球分工体系，这是一种无奈的开始，而逐步向上攀缘是必然选择。离开炙热的锅底，才能走上自在、自为、自主的发展道路。在现实中，深圳大批创业创新企业的成长，演绎出一幅幅奋勇攀登的壮丽画卷，也构成了相关产业的相关生产环节向深圳聚集的过程。长达40年的演进构成了深圳独特的、发达的、高度细分的、极复杂的网络化分工体系，构成产业链协同分工效应。因分工深化而带来的进一步产业扩张和创新，使产业升级成为可能。[6]

习近平指出，我国一直存在着科技成果向现实生产力转化不力、不顺、不畅的痼疾，其中一个重要症结就在于科技创新链条上存在着诸多体制机制关卡，创新和转化各个环节衔接不够紧密。就像接力赛一样，第一棒跑到了，下一棒没有人接，或者接了不知道往哪儿跑。要解决这个问题，就必须深化科技体制改革，破除一切制约科技创新的思想障碍和制度藩篱，处理好政府和市场的关系，推动科技和经济社会发展深度融合，打通从科技强到产业强、经济强、国家强的通道，以改革释放创新活力，加快建立健全国家创新体系，让一切创新源泉充分涌流。[7]

一直以来的说法是，深圳建市之初只有两个工程师。经过数十年的发展，截至2018年底，深圳GDP从不到2亿元增长到2.4万亿元。PCT（专利合作协定）等国际专利申请量18081件，连续15年居国内各城市之首，总量超过英国、韩国和新加坡，用40年成长为国际创新之都，堪称是一个奇迹，而背后的原因和路径值得解读。[8]深圳无疑是推行改革开放最为系统的特区，市场化改革贯穿深圳40年发展的全过程。深圳创新的基因隐藏在市场化的进程中，早期集中改革动能，着力构建市场经济体系，把资源配置方式转向市场主导，包括鼓励兴办私营企业、引进外资、进行土地和住房制度改革、建立证券交易所等，这些看似与创新没有直接关联的改革措施，后来成为深圳走向创新的重要制度基础。计划经济年代，人的能动性被束缚在各种条条框框中，就像当时的广播体操呈现的图景，所有人动作整齐划一，仅仅在第八节跳跃运动时能看到某些有能量的人比其他人蹦得高那么几厘米。深圳的市场化进程给那些高能级的人提供了发挥的机会，那些能在第八节跳跃运动中比别人蹦得高的人选择了深圳。深圳创新秘诀里很重要的一条在于：深圳是中国第一个把创新从纯科研的活动转变成为经济活动的城市。[9]长期以来，高度行政化科研系统掌握了创新的话语权、资源配置权、创新活动的评价权，是科技、经济两张皮的根源。市场化使企业家成为创新的组织者和领导者，创新投入产出效率高，企业在市场竞争中有优势，创新就会成为一种蜂聚和蜂聚扩散的现象。创新引来了更多的创新，成功的企业带动了更多企业走向成功。[10]

三、卓越的创新源于市场竞争，发达的市场经济源于持续系统的改革

党的十九大提出要加快完善社会主义市场经济体制。经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，[11]实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰。这一指导原则丰富、深化和系统化了1992年党的十四大提出的建立社会主义市场经济体制的改革目标。高尚全指出，近40年的改革开放历经“目标探索”、“框架构建”、“体制完善”和“五位一体的全面深化改革”四个阶段，推动了整个国家从以阶级斗争为纲向以经济建设为中心、从计划经济向市场经济、从闭关锁国转向全方位开放、从人治走向法治、从贫穷落后转向小康五大转变，国家和社会面貌发生了翻天覆地的变化。[12]

1997年3月，国家体改委组织调查组到上海和深圳两地进行调查。在向国务院提交的《关于上海、深圳建立社会主义市场经济体制进展情况的报告》中，他们指出：在新体制建设方面，两市都走在全国的前面。深圳市作为改革开放以来新兴的城市和经济特区，在建立市场经济体制方面起点较高，新体制的框架已初步形成，提供了初步建立社会主义市场经济体制框架的范例，值得借鉴学习。[13]需要强调的是，深圳在20世纪90年代对社会主义市场经济体系建设的讨论不是孤立发生的，而是中国渐进式市场化改革实践的产物。张卓元系统回顾了1987—1988年我国在经济体制规划中就改革方向和配套改革内容所进行的广泛讨论，[14]并对后来20年的改革持续深化的进程产生了深远的影响。

习近平在庆祝改革开放40周年大会上的讲话，深刻全面地总结了我国采取渐进式改革的方式，以及建立起社会主义市场体系的历程。讲话指出：40年来，我们解放思想、实事求是，大胆地试、勇敢地改，干出了一片新天地。从实行家庭联产承包、乡镇企业异军突起、取消农业税牧业税和特产税到农村承包地“三权”分置、打赢脱贫攻坚战、实施乡村振兴战略，从兴办深圳等经济特区、沿海沿边沿江沿线和内陆中心城市对外开放到加入世界贸易组织、共建“一带一路”、设立自由贸易试验区、谋划中国特色自由贸易港、成功举办首届中国国际进口博览会，从“引进来”到“走出去”，从搞好国营大中小企业、发展个体私营经济到深化国资国企改革、发展混合所有制经济，从单一公有制到公有制为主体、多种所有制经济共同发展和坚持“两个毫不动摇”，从传统的计划经济体制到前无古人的社会主义市场经济体制再到使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用……使改革开放成为当代中国最显著的特征、最壮丽的气象。[15]

从改革进程看，深圳进行系统化改革探索的意义在于，服从一个更加广阔的制度变迁过程，比较早地探讨相关配套改革，寻求渐进的阶段性改革目标，逐步深化，用较低的社会成本将多个次优的局部改革串联起来，累积产生阶段性、梯次性的制度变迁结果。在现实中，市场经济是一个有效激励和信息有效集合的制度体系，其复杂程度远超传统的计划经济体系。利用关键性改革带动多项改革，创造体制变革的多米诺骨牌效应，使改革先易后难，由浅入深。改革越深入，配套要求越高，渐进式改革的难度也许会增大；但也存在另一种情况，即改革初期因配套条件不充分，一些改革措施难以实施。随着改革的持续深入，一些难度很大的改革措施会因为配套条件相对成熟而可以付出较低的代价予以实施。改革能使广大人民群众受益就会有动力，就能够以试错方式，自上

而下和自下而上，多层次、多角度、网络状实现市场经济机制对计划体制的梯次替换，其中离不开中央政府和地方政府对改革政策和措施的设计与推进。[16]

在深圳，一项具体的改革开放措施往往能引起连锁性制度创新，这方面有一个典型例子，那就是引入沃尔玛带动了物流与金融业创新改革。[17]沃尔玛曾经是全球最大的连锁零售企业，20世纪90年代初就实现了以通信卫星为核心，对全球销售信息即时管理。在深圳乃至全国还不存在连锁商业形态时，引入沃尔玛是否会产生对中国商业的垄断引起了广泛的关注。沃尔玛进入深圳引起了市场轰动，也激发了学习沃尔玛全球采购体系的热情。进而是沃尔玛全球采购大会在深圳举办，后来就是沃尔玛的全球采购中心设在深圳，深圳开始了解并规划现代物流产业发展。深圳成为全球发达的物流城市的发展过程，就是不断强化在全球分工体系地位的过程。深圳银行业与沃尔玛诞生了最早的购物卡，开创了我国全面“卡”消费的时代。1996年8月，沃尔玛在深圳开设了第一家沃尔玛购物广场和山姆会员商店，不出10年，沃尔玛在中国内地已经开店160余家。先是少数先行者模仿沃尔玛构建连锁超市，而后是中国商业企业开始了全面规模化连锁经营，从根本上改变了计划配给型的传统商业体系。

四、法治是发达的中国特色社会主义市场经济的基础

习近平总书记在党的十九大报告中指出：推进科学立法、民主立法、依法立法，以良法促进发展、保障善治；建设法治政府，推进依法行政，严格规范公正文明执法，深化司法体制综合配套改革，全面落实司法责任制，努力让人民群众在每一个司法案件中感受到公平正义；加大全民普法力度，建设社会主义法治文化，树立宪法法律至上、法律面前人人平等的法治理念。

从传统社会的人治走向社会主义法治是改革的核心目标之一。在现实生活中可感受到的转变是遇到问题找市场，而不是找市长。市场经济的本质是一组复杂且有序的合约体系。任何市场交易都能够依照依法约定的合约得到执行，不论是有形的商品还是无形的知识产权，无论是有价证券还是高楼大厦，无论是劳务合同还是投资合同。试想一下，行政权力介入一个具体的合约执行过程可能产生的结果，一定不是一件合约的失效，而是会诱发更多的“搭便车”的行为，市场也会失去在资源配置

中起决定作用的功能。在《共产党宣言》中，马克思和恩格斯指出："资产阶级除非对生产工具，从而对生产关系，从而对全部社会关系不断地进行革命，否则就不能生存下去。反之，原封不动地保持旧的生产方式，却是过去的一切阶级生存的首要条件……资产阶级在它不到一百年的阶级统治中所创造的生产力，比过去一切世代创造的全部生产力还要多，还要大。"[18]诺思（North， 1981）同样强调了制度变化而不是技术变化是经济增长决定因素的观点。在论及国家作用时，他强调国家在推动经济增长中的作用，不是简单的自由放任，国家需要承担起有效、公正的契约执行者的角色，要能够保证产权的有效性和合约的依法执行。国家政权强制力是由人来行使的，若不能防止权利行使过程中产生的谋利行为，就会出现以牺牲社会利益为代价的悖论。[19]在现实的改革过程中，依法进行改革，用法律固定改革成果，不断修改完善构成中国特色社会主义市场经济体系的法律框架，规范经济行为，防止行政权力的不当使用和滥用，是深化改革的重要内容。

1987年12月1日，深圳会堂内举行共和国历史上首次土地拍卖会。[20]拍卖一直是资本主义经济的概念，现在却被堂而皇之地作为社会主义经济体制改革的重要内容讲了出来。这项改革与1982年版的《中华人民共和国宪法》第十条第四款明文规定的"任何组织或者个人不得侵占、买卖、出租或者以其他形式非法转让土地"的精神是冲突的，但拍卖并非是违法行为。深圳于1982年开始实施《深圳经济特区土地管理暂行规定》，规定城市土地限期使用和按年收取土地使用费。在"第一槌"拍卖活动前五个月，深圳通过了《深圳经济特区土地管理体制改革方案》，奠定了地方法规的依据。随之而来的是，广东省人大常委会通过了《深圳经济特区土地管理条例》，并定于1988年1月3日正式实施，法规确定了特区国有土地实行有偿使用和有偿转让制度。三个月后的4月12日，第七届全国人民代表大会第一次会议通过的《中华人民共和国宪法修正案》第二条内容为："任何组织或者个人不得侵占、买卖或者以其他形式非法转让土地。土地的使用权可以依照法律的规定转让。"一项改革先由地方性规章予以支撑，而后上升为省级立法，并直接推动了宪法修改，为全面实行国有土地使用权有偿让渡的重大改革提供了根本的法律依据和保障。

事实上，渐近式改革由双轨制开始，以双轨引入市场机制并以增量方式逐渐取代计划经济体制。当时的土地使用采取双轨运行，一部分土地照规定有偿使用，而另一部分则依然是计划经济体制式的无偿划拨。值得一提的是，当时无偿划拨方式占土地使用的大部分。很显然，土地

使用双轨制实施得越久，“搭便车”的行为就越严重，加快推进全面土地有偿使用的改革，就是堵塞行政权力可能被滥用的制度漏洞，也是依照供求关系对稀缺土地定价的市场经济的基本要求。

周元春以《154束法制阳光耀鹏城——深圳市人大常委会13年立法扫描》为题，总结了深圳取得立法权以来的法治化进展。[21]13年来，深圳市人大常委会共制定颁布了154项地方性法规，包括特区立法132件，较大市立法22件，现行有效的137件，有关市场经济和改革开放方面的立法占立法总数的70%以上，为建立和完善社会主义市场经济体制提供了法制规范；在全国率先立法的法规中具有创造性的占1/3。这些法规为深圳的改革、创新和未来发展加装了一个个动力强劲的加速器。

时间跨越到2020年7月1日，深圳市人大常委会网站公布立法已经上升为369件，其中修改、修正过的立法为225件，一项立法平均8~10年就会修改或是修正，并随经济发展和立法体系变化决定法律的废止（截至目前废止件数为27件）。通常情况下，立法件数决定了法制体系覆盖的经济社会活动范围，而法律的修正与修改决定了法治化的水平。

知识产权规模、质量水平快速提升是深圳走向创新增长的显著标志。

一是深圳的专利优势系数为2.5，深圳单位产出中创新份额处于全国领先地位。[22]2019年，深圳国内专利申请量为261502件，占全国专利申请总量的6.23%。其中，发明专利申请量82852件；专利授权量166609件，占全国专利授权总量的6.73%。

二是深圳专利技术具有比较明显的国际竞争力。2019年，全市PCT专利申请量17459件，占全国的30.7%；智能制造业PCT专利申请量增长较快。深圳、北京等10座城市当年的PCT专利公开量为37003件，其中，深圳占比近50%。深圳在美、欧、日、韩等国家和地区的发明专利公开量分别为7308件、7636件、897件和988件，以较大优势位居全国各大城市第一。

三是深圳既有专利具有较高市场价值。2019年，深圳专利权质押登记涉及专利1063件，平均每件专利质押金额305万元，质押金额1亿元以上的有7件。截至2019年底，深圳有效发明专利138534件，维持年限5年以上的发明专利所占比例超过85%。

四是企业作为创新主体的地位显著，职务专利申请量占全市专利申请总量的91.2%。

2018年12月27日，深圳市第六届人大常委会第二十九次会议正式表决通过《深圳经济特区知识产权保护条例》，2019年3月1日，该条例正式施行，《条例》从建立知识产权合规性承诺制度、设立行政执法技术调查官制度、构建违法行为信用惩戒制度等方面进行创新性制度设计，构建与深圳创新发展相匹配、与国际通行规则接轨的知识产权保护体系。2018年12月26日，深圳市首个国家级知识产权保护中心——中国（深圳）知识产权保护中心也正式揭牌。这是深圳知识产权保护立法执法史上翻开的崭新一页。早在2005年，深圳就制定了具有规章性质的《深圳市知识产权战略纲要（2006—2010）》，通过“国家知识产权试点城市”验收，开始创建“国家知识产权示范城市”。2006年，市政府以规范性文献方式公布了《深圳市知识产权指标体系》，制定了评价地方知识产权发展状况的22项量化指标。同年7月，深圳市人大牵头成立了由十多个部门参加的《深圳经济特区加强知识产权保护工作若干规定》立法起草小组，2008年通过实施。2017年，深圳市政府出台了“知识产权保护36条”。2007年，深圳市知识产权局处理各类知识产权案例191宗。2009年，成立中国（深圳）知识产权维权援助中心，案值2351万元。深圳海关查获侵权案件762宗，案值逾人民币1.2亿元。同年，深圳PCT国际专利申请量达到了3800件。2019年，深圳两级法院共审结知识产权类案件41031件，同比增长49%，其中民事、刑事和行政案件分别为40557件、467件和7件，结收案比达到97.3%。[23]在深圳，众多中小企业在严格的知识产权保护执法中获益与成长，其中包括著名的华为与中兴通信公司。

2002年，我国IT领域出现过一次要不要采用严格的知识产权保护制度的争论，恰逢此时，华为公司遭遇了被侵权的案例，一时间指责华为成为舆论的热点。2004年12月，深圳市南山区法检两院经过详细调查取证，最终判决华为胜诉。2005年5月，深圳市中级人民法院做出华为胜诉的终审判决。[24]这次判决对我国正在蓬勃兴起的IT产业在法治轨道上健康成长，产生了重要影响。比如，2001年，深圳市罗湖区人民法院依法判决了一起涉及侵犯中兴通讯商业秘密案，涉案的买卖双方均被判刑入狱。经广东省科技评估中心评定，被侵权技术的无形资产评估值为人民币4664.5万元，技术许可使用费的评估值为204.5万元。

总之，市场公平竞争需要有完备的法制支撑，这是政府应当提供并尽可能充分供给的公共产品。以此为准，划清政府与企业、政府与市场的权责边界，致力于培育不断完善的法治化的社会主义市场经济体系，保护公平竞争，激励创新。坚持市场是主导，企业是主体，企业家为核

心，法治是基础，政府是保障的理念，虽然这需要经历一个漫长的过程，但可能是避免改革走回头路的最有效办法。

五、以创造综合发展环境为核心的转型升级政策

2010年以来，深圳经济产业结构出现了深刻变化，在度过新一轮转型衰退后，经济增长从高速度转向了高质量，生产方式从以山寨模仿为主转向以创新制造为主。深圳人均GDP五年增加1万美元，达到2.4万美元，每平方公里产出GDP 8亿元，财政收入达2.8亿元，均居全国大城市首位；工业增加值率五年提高4.9个百分点，地方一般公共预算收入年均增速是GDP增速的1.8倍；居民人均可支配收入、最低工资标准、最低生活保障标准均居全国领先水平；制定实施了生物、互联网、新能源、新材料、文化创意、新一代信息技术、节能环保七大战略性新兴产业规划政策。深圳成为中国大陆新兴产业规模最大、集聚性最强的城市，产业总规模近2万亿元，新兴产业年均增长20%以上，增加值占GDP比重超过35%，对经济增长的贡献率接近50%。深圳还前瞻性布局航空航天、生命健康、机器人、可穿戴设备和智能装备等未来产业，国家级高新技术企业4742家，五年新增3698家；万元GDP能耗、水耗，化学需氧量、氨氮、二氧化硫排放量都显著下降。创新能力有了明显提升。全社会研发投入占GDP的比例达到4.02%，五年翻番；建成了国家超级计算深圳中心、国家基因库和大亚湾中微子实验室，国家级、省级和市级重点实验室、工程实验室、工程研究中心和企业技术中心等创新载体累计达1107家，是前30年总和的3.6倍；IT领袖峰会和BT（生物技术）领袖峰会等成为促进创新创业的重要平台。[25]其中，2011年制定并开始实施一项支持新一代信息技术的五年规划，到2016年取得了圆满成功。五年时间，新一代信息技术产业增加值翻番，达到4052亿元，到2019年已经超过了6500亿元。2019年，该产业的国内发明专利公开量达43273件，截至2019年底，有效发明专利量为65460件，发明专利公开量居第二位，仅次于北京。[26]

2010—2015年，深圳经济转型，实现了新一代创新产业对传统模仿型产业的替代。其中，新一代信息技术产业的崛起做得很成功的原因是多方面的。一是从经济转型的理念看，深圳比较早地提出了有质量的稳定增长的转型政策主张，经过多轮转型实践，深圳上上下下对走创新转型道路的认识已经比较统一，行动比较自觉。二是对转型过程中如何

发挥市场、企业与政府作用有比较清楚的认识，在以改革创新推动经济转型与产业升级方面有了比较丰富的实践和成功经验。比如，1987年的《深圳市人民政府关于鼓励科技人员兴办民间科技企业的暂行规定》，1994年深圳市科技局颁布的《深圳市技术入股暂行规定》和《深圳市技术分红暂行规定》，使刚刚起步的深圳有了很强的人才吸引力。再比如，深圳依国际惯例最早建立了无形资产评估事务所并推出管理办法，对吸引外商直接投资和解决创新形成的无形资产入股障碍都有很好的效果，民营高科技企业也因此蓬勃发展，等等。

深圳新一代信息产业政策的主要内容是：实现政策目标，突破关键技术，强化自主创新，优化发展环境，促进产业融合。具体来讲，就是在组织方式上集中政府资源，如设立新兴高技术产业发展领导小组和具体办事机构，统筹各部门资源。从2011年起，深圳市连续5年投入25亿元设立专项资金用于资助新一代信息技术产业的核心技术攻关，促进创新能力提升、产业链关键环节培育和引进、重点企业发展、产业化项目建设等。在使用方式上，提升创新能力，鼓励科学发现与产业化应用，加强公共技术服务平台建设，增强共性技术研究开发与应用示范；鼓励创新成果产业化和知识产权化、标准化战略；鼓励符合条件的企业申报科技型中小企业创新项目，优先将其纳入创新型产业用房和土地利用年度规划；支持企业、高等院校和科研机构合作培养博士后人才；支持深圳企业参加电子信息通信等领域的国际知名展会和会议，支持在深圳举办高水平、国际性的新一代信息技术会议；支持新一代信息技术产业联盟提供重大公共技术研发，鼓励和支持发展相关行业协会、中介机构、产业发展研究、政府决策咨询等产业服务性工作。

尽管对这一时期深圳的转型政策进行系统性评价还为时过早，但也可初步判断，深圳的转型政策是带有明显时代特点的混合型政策，即适度集中政府行政资源，支持市场整合，引导企业进行创新转型。当然，相对于2000亿元规模且正在滚动成长中的产业来说，每年5亿元的政府财政支出可以说是杯水车薪。政府对转型政策能够成功的信心应当来自政府可以洞见到个别企业不易察觉的禀赋优势信息，并通过产业政策方式支持特定产业的发展。徐林（2018）认为，产业政策应当被定义为针对特定产业实施的可能改变市场发展轨迹的产业支持或限制措施，这些措施要么基于行政权力的干预，要么基于公共资源的选择性或歧视性配置。通过市场化改革改变原有资源配置扭曲导致的产业发展或结构升级加速，不能被视为产业政策。政府的产业政策应当更多强调功能性，要针对产业升级和提升竞争力的普遍性薄弱环节。在市场主体不愿意配置

资源或难以形成合力的情况下，政府要发挥组织协调作用，并投入资源予以扶持。在市场主体愿意配置资源的领域，政府要尽可能营造好的激励政策和环境，更好地发挥竞争政策的作用，鼓励市场公平竞争下的强者胜出。很显然，这是深圳投入25亿元财政资金、连续5年滚动能够取得成效的关键。

深圳转型升级政策能够取得成功，与政府和创新网络建设关系也很密切。新技术早期阶段，知识的隐性程度高，公司和个人在很大程度上受益于地理邻近因素。[27]空间上的邻近性，企业间交流的便利性有利于隐性的知识传播，从而推动创新。推动产业集群建设，构成以大企业为核心的海量中小企业群落，当然也有助于生产和技术网络由疏而密，分工精细，营造出良好的创新氛围。

罗默通过对知识双重性的界定，为内生增长理论奠定了基础。[28]政府用于研究开发的公共支出以及适宜的知识产权政策会提高社会公共知识存量，推动创新转型。政府采取有效的措施促进知识流动，创造和扩大知识公地就成为加速创新增长的重要政策措施。[29]从此意义上说，深圳转型政策的有效性与创办公共研发机构和共有知识共享有很大关系，看似嘉年华的IT领袖峰会则发挥了重要的新思想交流碰撞的实施与验证作用。[30]事实上，从研发投入的结构看，我国政府研发投入占全部研发投入的比重只有20%左右，与美国有10个百分点左右的差距，这说明我国政府在基础研究方面的研发投入力度大大弱于美国等发达国家，需要进一步加强，以增强我国技术创新的原动力。

菲利普·阿吉翁认为，政府产业政策有效的前提条件是，产业竞争不能破坏而是要宜于推动竞争，典型的表现是，政府不能以“挑选赢家”的方式来推行产业，这不仅会造成典型的俘获和寻租风险，而且会因破坏了市场竞争而造成资源配置的扭曲。[31]因此，产业政策与竞争政策的融合是至关重要的。在罗德里克看来，产业政策能否有效是观察一个政府与企业以市场为纽带的合作过程。[32]政府既不是高高在上且高瞻远瞩的独立的政策制定者，也不是被特定产业利益集团俘获的租金设置者；政府对特定的产业既要予以支持，也要设定可度量的绩效指标；最后，产业政策的公开透明是重中之重。

相对于以上对深圳转型政策有效性的理论分析而言，《经济学人》杂志对珠江三角洲的转型调查更加细致，更加具有微观经济的基础。[33]在这篇特别报道中，深圳，一个移民城市，一个曾经以模仿闻名的地区正在形成世界级的创新集群，从劳动密集型工厂迅速转向先进的制

造业、机器人和基因领域。华为和腾讯是中国最具价值和创造力的两家跨国公司。研究深圳创新的最佳方法，就是通过创业企业的眼睛来审视创新。人们曾普遍认为中国企业没有创新能力，那是个错误，需要重新审视。中国创新企业一直在向价值链上方移动，从完全依赖进口技术及零件组装走向创新。模仿者退场，创新者常在。深圳吸引着许多热衷于开发新制造方式的企业家，将整个三角洲转变为一个先进的制造集群。深圳改写规则的方式是拥抱开放创新。在西方，企业的创新通常是一种隐秘的自上而下的事情。在深圳，模仿生产正在演变成一个由协作、快速学习的供应商和工厂生产协同的强大的生态体系。任何人都可以带着一个想法来到深圳，以合理的价格进行原型设计、测试、制造并将产品推向市场。深圳已成为世界五大企业家之都，成为全球硬件和制造业创新中心。在硅谷开展的创新已经无法与深圳制造者的生态系统匹敌。

本文以"橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳"作为结语。深圳深刻而持续的改革开放过程，建立起了法治化的、比较发达的社会主义市场经济体系，比较好地发挥了政府作用，转型升级政策取得了很大成功。但是这种成功的背后还有若干尚待深入破解的偶然性。确切地说，深圳支持新一代信息技术产业发展等系列政策取得了成功，并不意味着同样的做法在其他产业也会取得成功。从实践角度看，深圳也采取过支持汽车产业发展的政策，但并不很成功，广州则是一鸣惊人。深圳也曾经制定了生物医药产业发展政策，但相对于长江三角洲地区仍具有相当大的差距。即使是在新一代信息技术领域，深圳距离北京也还有很大差距。这似乎说明，政府产业政策有效性存在着客观的约束条件，这种条件可能表现为，产业政策的成功源自具备了产业发展的条件，而这种条件又可能源自创新集聚优势的动态比较。当对比深圳与广州、上海在IT产业、汽车产业以及生物制药产业的政策文件时，我们会很惊讶地发现，其中的差距并不显著，实施效果却大不相同。因此，我们可能需要考虑的是，产业政策实施是以企业活动为基础，以现实的产业分工方式为前提。一个地区形成的产业集群会产生自我强化的优势。政府产业政策的有效性决定于市场选择，而不是决定于政府意愿。深圳转型升级植根于"三来一补"、山寨模仿的产业链的土壤，在与北上广的市场经济发育水平大致相同的水平上，也会演化出不同的产业转型升级的路径。同样是更好地发挥政府作用，在推进转型升级领域也会形成相同产业的绩效差别，换句话说，北京政策成功的产业，深圳可能不成功，这应当是一个必然的结果。因此，从更一般意义上说，有效的产业政策应当随着产业创新要素聚集的动态变化而变化，有效的政府行为是支持配合企业和

产业技术与组织方式的变化，而不是成为主导者。同时，政府行为应当转向更具一般意义的经济发展政策，其中人才政策、知识产权政策、有效的市场公平竞争政策，特别是鼓励知识溢出性政策都具有重要的作用。有关政府与企业的关系，政府的前瞻性，产业组织方式，网络化创新形式，这些问题仍然需要更多的深化研究。

---

[1] 本文作者唐杰系深圳市原副市长，哈尔滨工业大学（深圳）经管学院教授，深圳高等金融研究院湾区发展与中国经济研究中心学术主任。

[2] “三来一补”的全称为：来料加工，来料装配，来样加工和补偿贸易。

[3] 李灏。李灏深圳工作文集[M].北京：中央文献出版社，1999.

[4] 陈潇潇. 深圳：中国硅谷？[J].商业周刊中文版，2015（1）.

[5] 中国企业家协会名誉会长李德成提出，深圳的高新产业发展采取的是“爬锅底”策略，即从低层次起步进入跨国公司的全球分工体系，逐步向上攀缘。深圳目前的实际表明，经过十几年的努力，第一步的目标已基本实现，现在深圳需要加快迈出第二步，实现从单纯的加工制造向加工制造与研发设计相结合转变。参见：金融办公室近期单位[EB/OL].[2003-07-08].http://news.sina.com.cn/c/2003-07-08/0925340826s.shtml。

[6] 唐杰，等。深圳经济增长的理论研究[J].中国经济特区研究，2010（1）.丹尼·罗德里克发现，发展中国家可能因加入经济全球化过程而受损。一是全球价值链促进了生产技术趋同，高技能劳动力的增加值份额有所提高，低技能劳动力的份额有所下降，发展中国家会失去劳动廉价且密集的优势。二是一个国家（经济体）产业内部和产业间分工过于简单，产业链过短，不能在多层次、多环节复杂生产过程中获益，成为低增加值的产业链。参见：丹尼·罗德里克。新技术、全球价值链与发展中经济体[M].//吴敬琏。比较。北京：中信出版社，2019(1).

[7] 习近平. 在中国科学院第十七次院士大会、中国工程院第十二次院士大会上的讲话[M].北京：人民出版社，2014.

[8] 周路明。中国创新的“深圳功夫”是怎样炼成的[EB/OL].[2019-09-11]. http://www.sieia.org/index/index/details.html?id=426.

[9] 朱丽亚。从急功近利到四个90%[N/OL].中国青年报，[2006-03-20]. http://zqb.cyol.com/content/2006-03/20/content_1338415.htm. 90%以上研发机构设立在企业，90%以上研发人员集中在企业，90%以上研发资金来自企业，90%以上职务发明专利出自企业。这表明，深圳市以企业为主体的自主创新体系基本形成。“有这样的体系，再假以时日，深圳一定会笑傲世界！”

[10] 约瑟夫·熊彼特。经济发展理论[M].何畏，易家详，等，译. 北京：商务印书馆，1990.查特吉等人讨论了创新集聚的发生与影响。产业集聚的意义在于企业家活动会产生溢出效应，溢出效应在区域内会是非线性的，企业家在集群内会相互受益。也就是说，200名企业家能创造出比100位企业家多两倍以上的收益，或者是一个特定产业部门可能不成比例地创造出更多的新成员。企业家精神和创新因素集中对于创业集聚特别重要。2011年，硅谷占美国风险投资总额的40%，波士顿和纽约各占约10%，远高于这几个城市占美国人口的比重（11%）。VC（风险投资）与专利高度集中可以说是互为因果。参见：A.Chatterji,E.L. Glaeser, W.R. Kerr. Clusters Of Entrepreneurship And Innovation，http://www.nber.org/papers/w19013。

[11] 2020年3月30日，中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》指出，完善要素市场化配置是建设统一开放、竞争有序市场体系的内在要求，是

坚持和完善社会主义基本经济制度，加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。《意见》明确了要素市场制度建设的方向及重点改革任务，并就扩大要素市场化配置范围、促进要素自主有序流动、加快要素价格市场化改革等做出了部署。

[12] 高尚全。中国改革开放四十年：回顾与思考[M].北京：人民出版社，2018.

[13] 张思平，高兴烈。十大体系：深圳社会主义市场经济体制的基本框架[M].深圳：海天出版社，1997.

[14] 张卓元以《改革开放40年始终沿两条主线展开》为题，系统回顾了1987年10月至1988年6月国家经济体制改革委员会组织相关课题组就我国中期（1988—1995）经济改革规划纲要进行研究的过程，在上百位经济学家对改革规划纲要进行比较的研讨会上，形成了三种有关配套改革的意见。参见：张卓元。改革开放40年始终沿两条主线展开[EB/OL].[2018-07-04].http://industry.people.com.cn/n1/2018/0704/c413883-30124744.html。

[15] 习近平. 在庆祝改革开放40周年大会上的讲话[M]. 北京：人民出版社，2018.

[16] 唐杰，蔡增正。渐进式改革的博弈分析[J].南开经济研究，2003(04)：28-35.

[17] 李德成。向沃尔玛学习[J].中国商贸，2014（19）.

[18] 马克思，恩格斯。共产党宣言[M].中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局。北京：人民出版社，2015.

[19] 道格拉斯·诺思。经济史中的结构与变迁[M].陈郁，罗华平，等，译。上海：上海人民出版社，1994.

[20] 深圳1987年土地拍卖，“第一槌”推宪法修订[EB/OL]. 南方日报，[2010-09-06].http://news.sohu.com/20100906/n274737502.shtml.

[21] 周元春.154束法制阳光耀鹏城——深圳市人大常委会13年立法扫描[J].人民之声，2005（9）.

[22] 本文专利优势系数的含义为专利占比与GDP占比的比值，即深圳授权专利占全国授权专利的比重除以深圳GDP占全国GDP的比重，以这个结果作为一座城市或一个地区相对于全国经济增长中的创新优势。

[23] 深圳中院发布2019知识产权司法保护状况白皮书[EB/OL].[2020-04-22]. http://www.sznews.com/news/content/2020-04/22/content_23085195.htm.

[24] 华为沪科案终审裁决，历时两年半华为终胜诉[EB/PL]. 东方早报，[2005-05-24].https://tech.sina.com.cn/it/2005-05-24/0849615669.shtml.

[25] 数据来自2015年深圳市《政府工作报告》。

[26] 深圳市人民政府关于印发深圳新一代信息技术产业振兴发展政策的通知（深府〔2011〕210号），2011年12月29日，http://www.gov.cn/zhengce/2016-02/18/5043037/files/82024f082 d7145b79e2995652dab79bf.pdf.

[27] Audretsch D B，Feldman M P . Innovative clusters and the industry life cycle [J] . *Review of Industrial Organization*，1996，11:253-273 .

[28] Romer,P.M. Endogenous Technological Change[J].*ournal of Political Economy*,1990,98（5）S71-S102.

[29] 迪恩·贝克，阿尔琼·贾亚德夫，约瑟夫·斯蒂格利茨。创新、知识产权与发展：面向21世纪的改良战略[M]//吴敬琏。比较。北京：中信出版社，2018（6）.

[30] 2010年IT领袖峰会推动深圳率先出台互联网产业振兴发展政策。2011年，峰会呼吁互联网立法。2012年峰会有来自全国近千名听众齐聚深圳，逾百家媒体约300名记者现场深度报

道，并广泛征集对拟出台的《深圳经济特区互联网信息服务安全条例（征求意见稿）》的意见。2016年峰会主题为"IT·智能·共享"。2019年峰会聚焦5G和人工智能，对深圳发展数字经济、共享经济，推进智慧城市建设产生了重要影响。

[31] 菲利普·阿吉翁. 寻求竞争力：对中国增长政策设计的启示[M]//吴敬琏。比较。北京：中信出版社，2014（5）.

[32] 丹尼·罗德里克。新技术、全球价值链与发展中经济体[M]// 吴敬琏。比较。北京：中信出版社，2019（1）.

[33] 《经济学人》杂志2017年4月8日长篇特别报道《皇冠上的宝石》。

聚力于非资源性实体部门，迈进高收入安全区

张文魁[1]

从2021年开始，我国将实施“十四五”规划，并在全面建成小康社会之后的新起点上，向2035年基本实现社会主义现代化的征途迈进。本文认为，在这个关键时期，我国应该吸取一些曾处同样发展阶段的国家的经验教训，通过深度改革开放，把建设一个较高生产率的非资源性实体经济部门作为工作重点，力争在2035年之前，迈入以人均GNI（国民总收入）衡量的高收入国家的安全区。

一、俄、土、韩等国从高收入“降级”的教训

我国人均GDP在2019年首次站上1万美元的台阶，达到10276美元，人均GNI为10410美元。按照世界银行划分标准，当年高收入门槛为人均GNI高于12375美元，我国离高收入门槛只差约2000美元。尽管人均GNI并不是一个很完整、很综合、很准确的发展指标，更不能反映低收入阶层的真实生活，但大致体现了发展水平。由于绝大多数国家人均GNI与人均GDP的差异非常小，考虑到数据的可得性，本文有时也会以后者代替前者来进行有关分析。

我国人均GDP在21世纪前10年快速上升，于2001年首次突破1000美元，到2011年则突破5000美元；即使在全球金融危机后的几年里，也稳健上升，到“十二五”末的2015年，首次超过8000美元。不少人一度预测，我国在“十三五”后期就可成为高收入国家。不过实际情况是，自2015年以来，我国人均GDP的升势趋缓，由快速上升变为平稳上升，同时人民币汇率也出现了更大幅度的双向波动。

其实这种情形并非我国独有，许多国家在接近高收入门槛时也有过类似经历，更有一些国家，已经进入了高收入行列，但没过几年又滑落下来，或者在触及高收入门槛时突然退却，后来还拉大了与高收入门槛

的距离。这些国家“降级”的教训，值得我们认真分析。

俄罗斯就是这样一个例子。该国2012年的人均GNI跨过世界银行12615美元的高收入门槛，正式成为高收入国家。当时，许多人对俄总统普京提出的2020年实现人均GDP 3万美元的目标充满信心。但是俄罗斯在高收入的队列里只站了三年，2014年人均GDP开始下降，2015年滑落到高收入门槛之下，直到2019年还在“降级”中。

土耳其的人均GDP在2013年达到1.25万美元，几乎触摸到当年的高收入门槛，可以说是一个准高收入国家。但是从2014年开始，其人均GDP掉头向下，2018年降到1万美元之下，2019年仅仅略高于9000美元，离高收入门槛更远了。

韩国也曾“降级”，但很快又再次“升级”。该国1994年的人均GDP站上1万美元的台阶，跨越当年世界银行高收入门槛的8955美元，成为高收入国家，并于1996年超过1.3万美元。但是其人均GDP在1997年却掉头向下，1998年急剧下降到约8000美元，退出了高收入国家行列。不过，1999年韩国经济迅速回升，人均GDP重新站上1万美元台阶，再次“升级”为高收入国家，到2006年首次站上2万美元台阶，虽然在全球金融危机期间有些波动，但再也没有从高收入状态“降级”，2018年已经站上3万美元的台阶。

在过去的20多年里，这三个国家均遭遇到了“降级”或者“准降级”的情况。俄罗斯在“升级”三年后，韩国在“升级”四年后，土耳其在触摸升级门槛一年后，突然“降级”了。但是，韩国很快又重新回到高收入行列，现在已在高收入门槛的1.4倍以上，而俄罗斯和土耳其却仍然只是中等收入国家。

这三个国家之所以突然“降级”和“准降级”，最直接和最大的原因就是汇率巨大波动、本币急剧贬值。此外，名义GDP增速也明显下滑，甚至为负。2014年之后，俄罗斯从乌克兰手中夺得克里米亚，由于与国际社会交恶，卢布对美元当年贬值一度超过50%，同时其原油出口价格也大幅下跌。2015年卢布继续下跌，此后几年虽有所反复，但一直远远低于2014年前的水平。土耳其虽然在2013年一只脚迈入高收入门槛，但危机已经潜伏，当年官方公布的通胀率达到9.8%，几位部长的贪腐丑闻更是引发了金融市场大动荡，里拉急剧下跌，此后几年对美元的贬值幅度累计达到70%。韩国在1997—1998年的亚洲金融危机中，韩元急剧贬值，对美元累计贬值幅度一度达到60%，韩国人把这场危机称为“汇率危机”。不过1999年韩国经济迅速恢复，韩元对美元明显升值，此后虽

未达到危机前的水平，但比1999年最糟糕的时候升值了1/3以上。

在汇率巨大波动、本币急剧贬值的背后，是严重的经济结构问题。俄罗斯经济严重依赖石油生产和出口，土耳其经济严重依赖旅游度假、房地产、基建投资。它们都缺乏具有全球竞争力的产业部门，特别是可贸易的制造业部门。在它们的经济结构问题的背后，又是战略问题和政策问题，譬如，过于依赖资源，不重视制造业的发展，实行过于扩张的财政和货币政策，对迅速膨胀的外债缺乏必要管理，等等。韩国的经济结构问题与俄、土截然不同。韩国不依赖资源开发和出口，有着颇具全球竞争力的产业部门，但当时的大财团主导了经济，政府鼓励金融部门向这些财团大量输入金融资源，透明度严重不足。因此，尽管韩国与俄罗斯、土耳其一样遭受到汇率冲击，但由于具有一个比较强大的非资源性实体经济部门，在对这个实体部门进行必要的改革之后，韩国就迅速恢复增长，重新回到高收入国家行列。从俄、土、韩的经历来看，是否有一个比较强大的非资源性实体经济部门，至关重要。

二、我国2035年之前有希望迈进高收入安全区

我国能否避免俄罗斯、土耳其那样的情况，并尽量避免韩国那样的波折，不但能在“十四五”期间成为高收入国家，而且能在2035年之前闯过可能从高收入“降级”的风险区，从而稳居高收入国家行列呢？

对未来的经济前景进行规划和预判并设定目标，是一件非常困难的事情，特别是在世界进入大变局、我国进入增长减速期、不确定因素明显增多的背景下。但是，从我国2020年有力控制新冠疫情、经济增长较快恢复的情况来看，我国经济的确具有较强韧性；而且我国业已形成一个体量很大、全球竞争力日益增强的非资源性实体部门，这个实体部门的发展惯性至少在未来几年不会丧失。所以，即使从比较稳妥的角度来预测，我国在“十四五”期间迈入高收入门槛，应该没有太大问题。如果从更保守的角度来预测，在“十五五”初期迈入高收入门槛，应该有很大的把握。而关键是，在“十四五”之后到2035年这一段时期，我国经济将会或者将可能呈现怎样的图景，我们应该建立怎样的判断以及应该设立怎样的发展目标，并应该做出怎样的努力以实现这个目标？尽管这极具挑战性，但是从改革开放几十年的历史经验来看，在科学稳妥、实事求是的前提下进行理性分析，给出合理预判，确定发展目标，对于激发人们的向往，督导政府的工作，是有积极意义的。

本文认为，从前面分析过的一些国家的“降级”教训来看，我国应该，而且也可能，在2035年之前进入一个不太可能“降级”的区间。这个区间，可以视为高收入安全区。

到了什么样的收入水平，才可视为高收入安全区？从俄、土、韩的情况来看，它们在迈入高收入门槛之后几年里，或者在触碰高收入门槛的时段里，其货币在1~5年间对美元可能大幅度贬值，再加上以本币计的名义经济增速的波动，从而以美元计的人均GDP和GNI会大幅度下滑，导致“降级”。以美元计的人均GDP，俄罗斯在2013年达到高点，之后三年时间里，大约下滑了45%，然后才趋于稳定并微弱上升；土耳其也在2013年达到高点，此后五六年里下滑了近30%之后才稍显稳定；韩国在1996年达到阶段性高点，此后两年里下滑了近40%，后来才强劲回升。总的来看，它们在遭遇巨大的汇率冲击和经济增速波动时，以美元计的人均GDP会下降30%~45%。

从这三个国家的经历来看，即使进入了高收入国家行列，人均GDP比高收入标准高出30%甚至45%，也并不算是“安全”的高收入国家。当然，像俄、土两国那样，货币遭遇连续多年如此巨大幅度的贬值，而且无法出现较明显的反弹，是非常罕见的，这不但与它们经济结构的缺陷有很大关系，也与它们国内政经生态、国际政治关系的严峻性有很大关系。可以认为，像俄罗斯那样，以美元计的人均GDP出现45%的下滑，是比较极端的情形；但像韩国那样，如果遭遇经济和金融危机，出现30%或更高一些的下滑，仍有一定可能性。综合来看，可以把超出高收入门槛的1/3以上，视为高收入安全区。当然，也可以把极端情形纳入考虑，即把超出高收入门槛的1/2以上，视为更安全区。进入安全区域和更安全区之后，即使遭遇汇率冲击和经济增速巨大波动，也不太可能掉落到高收入门槛以下。

需要澄清的是，这里所谓的高收入安全区，显然是基于对上述三个国家经历的分析而建立的一个概念，并不非常科学。但是，在面对未来国际和国内局势面临诸多重大不确定性的时候，建立高收入安全区这个概念，可以提供一个有参考价值的分析视角。

到2035年，人均GDP超出高收入标准的1/3，将会是一个什么样的数值？这就需要对2035年的高收入标准进行估算。世界银行的高收入标准，在2001—2015年上调了大约35%，在1991—2005年上调了大约40%。考虑到1991—2005年出现过亚洲金融危机，2001—2015年出现过全球金融海啸，假定2021—2035年也会出现类似情形，那么未来15

年，世界银行的高收入标准会在2020年的基础上上调40%。如果2020年的高收入标准是1.25万美元，那么2035年大约是1.75万美元。到2035年，超出高收入标准的1/3，就是2.33万美元；超出高收入标准的1/2，则是2.63万美元。

我国到2035年，经过努力，人均GDP是否有可能达到2.33万美元，最好达到2.63万美元，从而进入高收入安全区和更安全区？

国家统计局对我国2035年及2050年的经济增长前景进行了分析预测，[2]根据这项研究，尽管2008年之后，我国发展的外部环境变得严峻复杂，国内经济增长转入新阶段，GDP增速和TFP增速都趋于下行，但经过几年调整和适应，2015年之后，经济发展加快从要素驱动向创新驱动转变，TFP增速明显回升。如果能够不断深化改革，在内外部环境基本平稳，技术进步相对稳定，主要货币汇率保持大致稳定的情况下，2021—2035年，按照高、中、低三种情景，我国GDP年均增速分别可以达到6.0%、5.1%和4.5%。

为稳妥起见，此处不考虑国家统计局的高方案，而取低方案和中方案。并将GDP平减指数设定为2%，以及假定在此期间人民币对美元汇率不发生变化。在低方案下，我国人均GDP将在2030—2035年间超过2.33万美元；在中方案下，则可在2030—2035年超过2.63万美元。也就是说，如果取低方案，我国在2035年之前可以迈进高收入安全区；如果取中方案，在2035年之前可以迈进高收入更安全区。总的来看，迈进高收入安全区或者更安全区，可以作为我国2035年的主要发展目标。如果能实现这样的目标，我国GDP总量届时将会达到近33万亿美元或近37万亿美元，可能与美国相若，甚至超过美国。

设立这样的发展目标，是基于对我国发展潜力的分析，是基于对我国下一步深化改革和融于全球的合理预期。但这并不意味着这个发展目标会自动实现，因为深化改革和融于全球不会自动推进。从前面分析过的俄罗斯、土耳其、韩国的有关经历，以及从更多其他国家的经验教训来看，是否有一个比较强劲的、融于全球且全球竞争力不断提高的非资源性实体经济部门，应该是问题的关键。我国若要实现这个发展目标，应该牢牢抓住这个关键。

三、非资源性实体部门是实现发展目标的关键

实体经济部门不仅是经济增长的韧性和能力恢复的主要来源，是保持货币购买力和汇率基本稳定的真实依靠，也是提高民众就业质量和收入水平、扩大中等收入群体规模、增强内需对经济的支撑作用的坚实基础。实体部门显著不同于金融部门，它不但是科技创新最活跃的部门，也包含了大量具有高度开放性的可贸易行业。因此，实体部门更容易出现两种截然不同的前景：要么更大程度实现生产率收敛，要么被边缘化或者被颠覆。在经济发展的历史中，曾经有一些国家，实体部门一度快速发展且较具国际竞争力，从而明显地带动了经济繁荣，但后来却由于种种原因，没能及时升级并实现生产率收敛，从而萎缩并导致经济增长的衰退。

虽然矿产等自然资源的开发利用也属于实体经济，但除了几个人口很少、资源很多的高度依赖石油出口的国家，世界上几乎没有哪个国家可以以资源性行业为主而稳定地保持高收入状态。只要人口规模稍大，资源开发根本不足以让人民富裕，更何况油气资源的国际市场价格经常剧烈波动，从而使国家财政和国家建设面临巨大冲击。即使像俄罗斯这样的国家，也没能成功打破“资源诅咒”。

俄罗斯在苏联时期，曾经有一个较庞大的工业实体部门，但这个部门以重工业为主，特别是军事工业占有较大比重，并且没有融入全球市场体系和产业链中。苏联解体后，俄罗斯则依靠大力发展资源性实体部门，欲尽快摆脱经济困境和财政危机，却陷入对油气资源开发的高度依赖而不能自拔，反而连苏联时期形成的一些工业技术能力也流失了，至今尚看不到其非资源性实体部门在全球经济中有何地位。土耳其经济虽然一直与全球市场有较高程度接轨，但是实体部门不大也不强，特别是可贸易的制造业部门没能实现升级转型和不断扩张，始终不能在全球产业体系中占据比较重要的位置，反而被迫走向了扩张货币、扩大外债、刺激金融市场繁荣的道路。韩国的人口规模比俄罗斯和土耳其小得多，但国家把非资源性实体部门的发展作为重要战略，大力鼓励本国制造业企业向国际先进水平看齐，所以非资源性实体部门比较强大，虽然其保护性、倾斜性产业政策导致了严重的市场扭曲，但较有竞争力的非资源性实体部门的存在，为其提供了首次“升级”和再次“升级”的坚实基础。韩国1997年的“汇率危机”，也是对市场扭曲的一场强行纠正，是对实体部门的一次强制出清和全球融合，这使韩国经济在纠正、出清、融合之后，获得了更大的活力，以至20年之后，韩国人均GDP比高收入门槛高出了1.4倍以上，比高收入安全区还要安全得多。

我国有十几亿人口，而且资源并不丰富，只有大力发展非资源性实体部门，显著提高全要素生产率和全球竞争力，才有可能比较顺利地实现2035年的主要经济目标。

从人均GDP与高收入门槛的距离来看，我国目前的情形与1990年韩国的情形最为类似。1990年，韩国人均GDP与高收入门槛的距离为13%。2019年，我国人均GDP与高收入门槛的距离为18%，预计2020年的距离也在13%左右。1990年之后3年，即1993年，韩国迈入了这个门槛。预计我国在2020年之后的3年左右，也很有可能迈入高收入门槛。韩国在1993年的9年后，即2002年，人均GDP超过高收入门槛的1/3，算是进入了本文定义的高收入安全区，此后除了2008—2009年全球金融危机期间，基本呈现稳定爬坡趋势，到2019年，人均GDP已经站上3万美元的台阶。而我国，如果在2023年左右迈进高收入门槛，再通过9年左右的努力，即在2032年前后，迈进本文定义的高收入安全区，那么就基本上呈现与韩国相似的发展轨迹。韩国虽然是一个比我国小得多的国家，我国与其可比性不大，但是从本国产业体系与全球产业体系的关系来看，当今我国与20世纪90年代的韩国确有相似之处，我们应该从中探究一些借鉴意义。

当今我国的非资源性实体经济部门，比起当年的韩国，体量上要庞大得多，结构上要齐全得多，即使比起美国和欧洲发达国家，也有着配套体系较完整、供应链较有韧性等特点，并且逐步嵌入了美欧主导的全球体系。不过，仍然要看到我国非资源性实体部门的短处。根据宾夕法尼亚大学世界表的数据，韩国在1991年的时候，全要素生产率达到了美国的60%；但我国在2014年的时候，只达到美国的43%，估计2020年仍然明显低于美国的50%。尽管不同学者对全要素生产率的测算存在不小差别，但目前中国全要素生产率不到美国50%的估算，得到比较普遍的接受。尤其是从2008年以来，我国全要素生产率增速总体上显著放慢，从而对美国全要素生产率的追赶速度也显著放慢，这是最值得警惕的事情。国家统计局的测算显示，[3]我国全要素生产率增速在1993—2000年平均值为2.45%，2001—2007年平均值为1.75%，2008—2014年平均值为0.64%，2015—2017年平均值为2.29%。如果把2015年之后的时段拉长到7年，估计全要素生产率平均增速会在2%以下。根据笔者的计算，[4]我国全要素生产率如果要在2035年达到美国的60%，假定2015—2035年美国的全要素生产率年均增速为1%，那么，在此期间我国全要素生产率年均增速须达到2.7%，这显然不是一个轻而易举就能实现的目标。如果认为全要素生产率测算存在偏差和缺陷，那么工业增加

值率可能更能准确反映一个国家的工业发展质量。根据我国工信部前部长李毅中公布的信息，[5]当前我国工业增加值率只有22%~23%，近十年一直在这个水平且有所下滑，而发达国家一般为35%~40%；我国制造业每人每年创造的增加值为19.5万元，相当于美国的19.2%、德国的27.8%。显然，我国工业增加值率与发达国家的差距很大。当然，工业增加值率不能反映同样属于实体经济的非金融服务业的情况，而一般认为，我国服务业总体效率与美国、欧洲发达国家的差距，比制造业的差距还要更大一些。

总之，我国非资源性实体部门虽然有不少优势，但增加值率和全要素生产率与发达国家相比，尚有不小差距。差距之所以存在并如此之大，不但有资源配置效率方面的原因，也有企业的资源利用效率和创新能力、精致化能力等方面的原因。我国要实现2035年的主要发展目标，非资源性实体部门就必须加快对美欧国家全要素生产率和增加值率的追赶，显著缩小与它们在这些方面的差距，争取到2035年，我国的全要素生产率达到美国的60%左右，工业增加值率达到30%以上并接近美国的水平。

要实现这样的目标，必须进一步提高资源配置效率，增强实体部门的科技创新能力，特别是原始创新能力。过去几十年，我国市场化改革得到推进，资源配置效率有了很大提高，实体部门的创新能力有了很大提升，但是，市场化的优胜劣汰机制，宽松而良好的创新环境，都远远不够，而且绝大部分创新是边际改良型创新，是在发达国家原始创新的基础上，增加和改进附加功能，改变和提高非主要参数，变更和组合其他用途，再加上一些营销灵活性。我国实体部门的精致化能力也有很大的提高空间，达不到足够的精致化水平，就不可能实现增加值率的有效突破和全要素生产率的不断提升。我国必须树立上述方面的战略意识，从国家层面、企业层面以及全社会的各个层面，采取有效的政策措施，坚持不懈地实施，以促成目标的实现。

四、以深度改革开放促进实体部门大发展大提升

过多操作和过于宽松的宏观政策无助于这些目标的实现，反而会扰乱预期，伤害健康的发展机制。从我国的现实情况来看，必须实施以重塑实体部门微观基础为导向的深度改革开放，才能促进非资源性实体部门整体大发展、效率大提升，才能有助于2035年目标的实现。

第一，奠定竞争政策的基础性地位，促进更加公平竞争环境的形成。应该在尽可能大的范围内实行“竞争中性”。除对极少数行业实行进入限制，对极少数产品和经营行为实行合理管制之外，对各类企业实行十九届四中全会提出的“营造各种所有制主体依法平等使用资源要素、公开公平公正参与竞争、同等受到法律保护的市场环境”。这样才能更多地消除资源错配，更加有效地实现生产率维度的高胜低汰。

大量研究及经验表明，促进公平竞争，可以优化资源配置，提升经济效率，增强实体部门的创新能力和全要素生产率。但在实际当中，公平竞争的实现还有不少阻碍。一个重要阻碍就是，在一些行业和领域，不同出资人设立的企业，事实上有着不同的待遇，特别是非国有资本的进入往往遇到隐性壁垒，或者所设立的企业在运营中受到一些歧视性、排斥性对待。这有几个方面的原因：一是把国有经济看作社会主义性质更纯、政治忠诚度更高、调控顺从性更强的经济成分；二是国有企业的在位优势具有强大的惯性；三是国有企业具有强大的政策影响力。因此，离开国有资本布局调整和国有企业改革深化，就难以实现“竞争中性”。

国有资本应该适度收缩战线。中央早在1999年的十五届四中全会上就提出，“坚持有进有退，有所为有所不为”。2013年十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，“国有资本投资运营要服务于国家战略目标，更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，重点提供公共服务、发展重要前瞻性战略性产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全”。下一步，应该认真思考，关系国家安全和国民经济命脉的领域，重要前瞻性战略性产业，到底应该如何认识、如何界定，这些领域和产业，是否对非国有资本有限或完全开放，国有和非国有资本之间有怎样的竞合关系。在此基础上，应该显著扩大对非国有资本，特别是境内民资的开放，要着重开放对非国有资本的控股经营权。有关行业要列出具体的开放时间表。

收缩国有资本战线，扩大对非国有资本的开放，关键还是要形成存量国有资本的流动机制。而这个机制的基础，就是要对国企进行进一步改革。2016年底，中央经济工作会议提出，混合所有制是国企改革的重要突破口。如何通过混改方式实现国企的资本结构重大调整、经营机制根本转换、公司治理实质转型，应该成为深化国企改革的重中之重。目前，大量中小国企，包括大型和特大型国企集团级次较低的中小企业，都已经实行了混合所有制，但是大型和特大型国企集团的二级核心子公

司混改和股权结构还有待突破，而母公司基本上仍然保持国有独资。这样的状况应该改变。下一步，应该在这些大型国企集团的二级核心子企业当中，甚至一些母公司当中，推进高质量、优治理的混合所有制改革，即引入持股比例较高的非国有战略性股东，让股东会、董事会、管理层按照法律行使权利和发挥作用；把一些国有股份划转到社保基金或类似持股机构；同时大力推进业务板块的优化、资产债务的重组、管理层级的精简。当然，一个前提就是，非国有资本的合法权益和合理利益得到保护。此外，应该进一步健全和完善国有资本经营预算制度，加大国有资本收益和国有股转让收入收缴公共财政的力度，加强对国有资本金注入和资本转增的规范化管理，并对国企实行严厉的法治化破产制度。

第二，推进规范化、法治化营商环境改革，促进民营企业，特别是新创民营企业的不断涌现、良性发展和尽量多企业的壮大崛起。过去几年，我国营商环境改革在简政放权、优化商事制度、帮助企业更便捷办理政府手续等方面，取得很大成绩。但是也要看到，这些改革有许多内容仍然存在脆弱性甚至可逆转性，有些成绩的取得来自地方政府和官员个人的胆识和魄力。下一步营商环境的深度改革，既要以提高办事的简易性和便捷性为目标，更要以提高企业与政府间关系、企业与企业间关系、企业与个人间关系、企业与社会间关系的规范性为目标。规范性可以给企业提供清晰的、稳定的、合理的规则，使企业依照规则处理各种关系和可能遇到的纠纷，最有利于没有关系、没有门路、没有资源、没有心机的投资者和创新者殖产兴业，最有利于民营经济，特别是创新型民营企业的发展。

而规范性的最终保障是法治化。应该健全法庭体系，大力充实接诉、立案、审判、执行力量。要强化法治化的合同纠纷解决体系和投资者与政府间争端解决体系，并要提高这些体系的运作效率。要加大《反垄断法》《反不正当竞争法》的执法和司法力度，特别是要细化不正当竞争的具体标准，以及行政性垄断的判定方法，在此基础上严厉执法和司法。要进一步健全法治化的人身权利和财产权利保护制度，在法治的轨道上实现对所有人，包括对普通人和企业家的合法权利的保护，同时也惩治任何人和任何机构对他人合法权利的侵害。要增加有关力量，充分利用大数据等新兴手段，大力推行各部门、各板块之间合理的信息共享，在防止恶意逃废债务、逃避应担责任的基础上，加大《破产法》的实施力度，增加企业合理注销的便利度。要在织密法治网络的基础上，对侵犯知识产权、造假、欺诈等行为进行最严厉整治，大力充实社会资

本，使社会资本成为良好营商环境的一个重要组成部分。

第三，推进深度开放，特别是制度型、规则型开放，促进中国经济由嵌入全球变为融入全球，促进中国创新体系与全球创新网的融合。嵌入全球是贸易和生产体系与全球对接，而未来融入全球则是创新链与全球深度融合，是商业规则、公司治理和法治制度与全球基本融洽，是全球创新网络的一体化。十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》明确指出，要推进规则、规制、管理、标准等制度型开放，要加快自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地建设，要推动建立国际宏观经济政策协调机制。下一步，可以考虑在粤港澳大湾区等区域，率先实行更大胆的制度型、规则型开放，例如，可以考虑法治体系、教研体系更多与境外对接融合，率先实现与全球融合发展的局面。

从嵌入全球到融入全球，需要我们以更加主动的姿态和更加包容的心态，参与全球经贸体系的调整和改革。要以CPTPP等新一代协定为蓝本，认真审视我国各种隐性补贴政策和当地企业保护政策，认真检视我国政商关系体系和政府运作体系，加紧实施深度改革，择机推进以加入CPTPP或签订类似深度协定为标志的深度开放，并为未来新全球化体系的形成贡献中国力量。

第四，推进监管领域改革和公司治理改革，促进更多大企业在公平竞争、融入全球的基础上实现大发展，形成中国企业的全球队。改革开放以来，我国有一批企业已经发展壮大为具有一定全球竞争力和影响力的大公司，它们与国际上的跨国公司更容易形成正面竞争的关系。但是，大企业更容易得到国内各级政府的倾斜性支持，它们自己也更容易构筑盘根错节的内部网络，如果政府监管失察，公司治理缺乏基本透明度和规范性，就可能导致风险隐患不断积累，资源错配不断加剧，甚至爆发危机。韩国曾有这方面的教训。下一步，我国应该研究制定对这些大企业，特别是对业务跨度巨大、组织结构复杂、海外网络广泛、交易关系隐秘的特大型企业集团的监管办法，提高它们在监管机构中的透明度，促进它们推进以强化决策程序化和信息披露为重点的公司治理改革，引导它们成为中国大企业的全球队。一方面，我国应该大力促进“大众创业，万众创新”，高度重视中小微企业的发展；另一方面，如果我国有一支规模大、实力强、公司治理及公司合规性良好的企业全球队，将可以更大程度与发达国家全球队进行水平竞争和同步创新，这不但会有助于它们自身提高生产率，也会通过溢出效应带动中小微企业提高生产

率，从而全面重塑大中小微企业生态体系。我国在高收入门槛前后必须继续攀登增长之梯，而全球队中的这些大企业，可以成为增长之梯的踏板。

---

[1] 本文作者张文魁系国务院发展研究中心企业研究所副所长、研究员。

[2] 盛来运，等。中国全要素生产率测算与经济增长前景预测[J]. 统计与信息论坛，2018（12）.

[3] 盛来运，等. 我国全要素生产率测算与经济增长前景预测[J]. 统计与信息论坛，2018（12）.

[4] 张文魁。高质量发展与生产率重振[J].新经济导刊，2018（8）：75-81.

[5] 李毅中。努力提升工业基础能力和产业链水平[J].机械工业标准化与质量，2020（3）.

建设人与自然和谐共生的现代化

张永生[1]

中共十九大及十九届五中全会，对“十四五”规划和2035年远景目标进行了战略部署，开启了全面建设社会主义现代化国家的新征程。尤其指出，中国要建设的现代化，是“人与自然和谐共生”的现代化。这意味着，中国要实现的现代化，并不是当今发达国家现代化的翻版，因为工业革命后以发达工业化国家为标准的现代化带来了全球环境不可持续的危机，现代化概念需要注入新的内涵。但是，现有关于现代化的概念、发展内容、组织方式、商业模式、体制机制和政策体系，很大程度上均是在传统工业时代建立并为其服务的，无法满足生态文明和新发展理念下中国新的现代化转型要求，应按照“人与自然和谐共生”的现代化概念，进一步深化改革。

一、“人与自然和谐共生的现代化”的内涵

（一）现代化的新内涵

经济现代化包括两个方面：一是实现什么样的现代化（what），即发展的内容；二是如何实现现代化（how），即实现现代化的方式。后发国家对现代化的探索，主要集中在如何实现发达国家那样的现代化，对实现什么样的现代化的思考相对较少。中国自洋务运动后开启的现代化探索，主要集中在“how”的问题上。在“what”的问题上，则以发达国家为默认标准，并没有对发达国家现代化内容本身进行太多质疑和反思。在“how”的问题上，通过艰苦卓绝的革命斗争和改革探索，中国取得了前所未有的发展成就，走出了一条中国共产党领导的中国特色社会主义市场经济的现代化道路。[2]

十八大后，中国提出了新发展理念、生态文明思想、不忘初心、中国社会基本矛盾变化的论断、“美好生活”概念、“绿水青山就是金山银山”理念、高质量发展、绿色发展、供给侧结构性改革、“五位一体”总体

布局等一系列新的理念、论断以及改革与发展战略，并坚定不移地进行发展方式的转换。[3]这些新的提法，反映了中国现代化建设面临的深层问题和解决思路，背后实质是对基于传统工业时代的现代化概念的重新反思。

（二）中国为何率先提出新发展理念

改革开放后，中国在如此短时间取得了世界历史上未曾有过的现代化成就。可以说，中国是工业文明的最大受益者之一。那么，作为既有现代化模式的最大受益者之一，为什么中国不是继续这种现代化轨迹，而是提出要彻底实现发展方式转变，建设“人与自然和谐共生的现代化”？[4]

第一，中国现代化过程遇到了其他国家同样遇到的不可持续的世界性难题，不得不转变。有两个世界性难题：一是基于传统工业化模式的现代化模式，导致了严重的生态环境不可持续问题，包括生态破坏、环境污染和全球气候变化危机；[5]二是“现代社会病”，包括福祉、社会问题，以及环境破坏和现代生活方式引起的大量健康问题。尤其是，中国在一代人的记忆里，对传统工业化模式的好处和弊端均有切身体会。这就为解决这些问题提供了更多可能性。

第二，5000年连绵不断的文化底蕴，为中国提出新发展理念和新的现代化概念提供了足够的养分。一些人将中国取得的巨大发展成就简单归于学习西方管理经验和市场经济的结果。但是，世界上几乎所有后发国家都在寻求现代化，为什么只有中国这样的少数国家能够成功？这背后，有中国无形的文化因素在起作用，而这些无形因素在标准经济学中往往被忽略。文化因素深刻地影响着人们的发展理念和行为方式，从而对经济绩效产生关键影响。“人与自然和谐共生”，是中国文化的重要内容。因此，建设“人与自然和谐共生”的现代化，亦代表中华文化的复兴。

（三）生态文明带来现代化标准的转变

工业革命后，人类社会从传统农业文明进入工业文明，价值观念的重大转变是其前提；从不可持续的传统工业文明到基于生态文明的现代化概念，同样需要价值观念的重大转变。“人与自然和谐共生”的现代化意味着两个方面，一是视野的扩大，即从传统工业文明“人与商品”的狭

隘视野，转变到生态文明“人与自然”的宏大视野。这种转变类似从地心说到日心说的转变。二是新发展观或价值观的重建。发展目的是提高人们福祉，满足人们“美好生活”的需要。基于传统工业化道路的发展模式，往往导致增长与福祉相背离。一旦用新的现代化坐标系来衡量，则关于成本、收益、最优化等传统概念就会发生很大变化，由此带来供给内容的转变。[6]

二、生态文明建设的重大改革

十八大以来，在生态文明和新发展理念下，中国进行了系统的改革顶层设计。在发展理念和绿色发展探索上，中国在很多方面实现了对传统工业化模式的超越。中国未来的现代化，显然不是过去传统工业化模式简单的线性延伸。

（一）重大改革进展

十八大以来，在习近平生态文明思想指导下，从宪法、党章、国家发展战略、国家治理体系和治理能力现代化、法律体系、具体机制设计等不同层面，中国建立了生态文明“四梁八柱”总体框架的顶层设计。

第一，中国将生态文明建设同时纳入宪法、执政党党章、国家发展战略（“五位一体”总体布局），为生态文明建设提供了强大的法律和制度保障。中国亦成为保护环境决心最大的国家之一。生态文明的核心，是环境与发展的相互促进关系。生态文明在中国至上的法律地位，意味着中国对于通过保护环境促进经济发展的坚定信念和信心。

第二，中共十九届四中全会将生态文明作为国家治理体系和治理能力必须坚持的内容进行了具体规范，提出“坚持和完善生态文明制度体系、促进人与自然和谐共生”，包括实行最严格的生态环境保护制度、全面建立资源高效利用制度、健全生态保护和修复制度、严明生态环境保护责任制度。

第三，在实施层面建立了完备的体制和政策框架。中央全面深化改革领导小组审议通过50多项相关具体改革方案，包括《关于加快推进生态文明建设的意见》《生态文明体制改革总体方案》等纲领性文件。生态文明体制改革，主要是从自然资源资产管理、自然资源监管、生态环境保护三大领域进行制度改革与设计。

第四，在一些具体领域取得突破。包括：环境立法思想取得突破，明确了环境保护法的综合法地位和“保护优先”原则；在生态保护和修复制度、资源高效利用制度、生态环境治理体系改革等方面，均取得突破性进展；生态环境治理体系改革取得突破；目标责任体系和问责机制改革取得突破；市场化改革有突破性进展，如自然资源资产产权制度、资源税、环境税、生态补偿，以及水权、用能权、排污权、林权、碳排放权的交易制度试点。

（二）对传统工业化模式的超越

从传统工业化模式到绿色发展转型，对所有国家而言都是新生事物。在发展理念和发展实践上，中国从过去的“学习者”，正努力成为“探索者”和“引领者”。这是中华民族伟大复兴的必然要求。从可持续发展的视角看，生态文明绿色发展至少在以下方面实现了对传统工业化模式的超越。

第一，超越传统工业时代的视野。西方工业文明建立在“人类中心主义”基础之上，从“人与商品”狭隘的视野认识和满足人类需求，对外部环境的冲击并未充分纳入消费者和企业行为的决策范围。这导致了“人与自然”之间关系的恶性循环。生态文明则超越传统工业文明视野，从“人与自然”更宏大视野衡量人类行为，为人类最优行为提供了一个新的坐标系。[7]

第二，超越传统工业文明价值观。基于工业化模式的消费社会，强调物质消费至上的价值观，生态文明则同时强调“绿水青山就是金山银山”理念，强调生态环境对生产力和福祉的改进效果同样也创造价值。不同的价值理念，对应着不同的发展内容和资源概念。这样，价值理念的转变，就使经济增长有可能摆脱对物质资源的依赖，同时也大幅拓展了经济发展的潜力，做到“越保护、越发展”。

第三，超越了工业时代的标准经济发展理论。各国现有发展模式及奉行的发展理论，很大程度上是传统工业时代的产物，经济发展被视为一个工业化、城镇化和农业现代化的过程。[8]在环境和发展的认识上，传统的发展理论普遍认为，经济发展与环境存在两难选择，将所谓环境库兹涅茨倒U形曲线作为处理环境问题的规律，[9]而这种倒U形曲线并不真正成立。[10]生态文明新发展范式则揭示环境与发展之间可以做到相互促进。无论是实践还是理论层面，这种认识都是对传统工业时代发

展理论的超越。

第四，为全球可持续发展提供了根本解决之道。由于传统工业化模式下环境与发展之间的冲突关系，全球气候变化、联合国可持续发展目标（SDGs）等全球性目标难以实现。只有在生态文明新发展范式下，这种冲突关系才可能成为相互兼容和相互促进的关系。因此，生态文明就为发展方式转变提供了根本解决之道。

三、生态文明体制改革主要经验和主要问题

（一）主要经验

第一，发展理念和远见卓识对于改革至为关键。绿色转型是一种发展范式的跃变，它面临着类似“鸡生蛋、蛋生鸡”的两难困境。即如果没有足够的绿色成功证据，则风险厌恶的政府就不会采取有力的行动；如果不采取有力的行动，则证据就不会出现。此时，领导人的远见卓识、愿景和改革勇气，就起着决定性作用。在“绿水青山就是金山银山”理念下，生态环境保护和经济发展相互促进的认识和愿景，就为打破这种两难冲突提供了保证。

第二，以人民为中心的发展理念。发展的根本目的或初心是增进民众福祉，而不是商业利益至上。传统发展模式的一个重要问题，就是在一定程度上，发展的目的和手段本末倒置。GDP只是发展的手段，人民福祉的提高才是发展的根本目的，而那些难以市场化从而难以转化为GDP的良好生态环境，则是普惠的民生福祉，是“人民群众不断增长的美好生活”不可或缺的一部分。

第三，中国政府强大的执行能力。绿色转型是工业革命后最为广泛而深刻的发展范式的变革。它会使经济跃升到一个更有竞争力的结构。但是，这种转型面临一个典型的公共选择和协调问题。虽然转型有望提高整体经济的效率，但个体却存在搭便车激励，这就需要政府强有力的推动。政府的推动，相当于提供一种转型必需的公共产品。在推动绿色转型方面，中国政府强大的动员能力，成为其独特的优势。中国目前推行的很多改革和试验，在其他国家往往很难做到。

第四，有效的市场机制。在生态文明建设中，“市场发挥着决定性作用”。“绿水青山”转化成“金山银山”，根本上靠有效的市场机制。很多基

于良好生态环境和文化的新兴产品和服务，难以用传统工业时代的模式实现其价值，需要依靠商业模式和企业组织模式的创新，而灵活充满活力的市场机制就成为关键。

第五，改革的顶层设计与地区创新。中国改革从过去“摸着石头过河”的自下而上探索阶段，进入更加依靠顶层设计的阶段。生态文明是工业文明后一种新的文明形态，不只是传统工业化模式体制框架下的修修补补，而是需要全面顶层设计、整体推进。与此同时，中国充分发挥其大国优势，通过地区竞争充分发挥各地的创新精神，在不同条件的地区进行各种生态文明的制度试验，然后将行之有效的地区试验上升为全国性改革措施。

（二）存在的主要问题

第一，对生态文明的认识，不少还停留在狭义的生态环境方面，将生态文明等同于环保、节能减排、植树造林等，未能深刻领会生态文明的深刻内涵。环境问题的背后，是发展内容和方式的转变问题。解决生态环境问题，不仅需要彻底改变生产方式，也要深刻改变消费方式。这意味着，现代化的内容亦要发生改变。与其对应的，就是新供给内容。

第二，未能充分建立起生态文明目标的“自我实现”机制。政策目标的实现取决于相关利益主体是否有相应的激励。由于现有发展理念、商业模式、基础设施、体制机制等均是在传统工业时代建立并为其服务的，生态文明这种前瞻性思想，需要有新的支持体系。因此，在生态文明建设方面，目前各地普遍存在“新瓶装旧酒”的情况，以生态文明之名，行传统工业化之实。

第三，“绿水青山”转化为“金山银山”存在障碍。主要表现在两方面：一是价值观念障碍。对为什么“绿水青山”就是“金山银山”还认识不充分。由于“绿水青山”提供的生态服务价值很多都是无形服务，其对工农业生产的重要作用未能被充分认识。同时，由于目前人们对“美好生活”的概念是在传统工业时代形成的，转变观念需要一个过程。二是转化机制。传统工业化模式主要建立在物质资源基础之上，更多的是将“物质资源”转化为“金山银山”，而生态文明更是将无形的“绿水青山”转化为“金山银山”，这就要求不同的体制机制、发展内容、政策体系和商业模式等。

第四，生态文明理念未能全面融入经济社会各方面，在一些重大战

略和政策中未能充分体现。比如，生态文明不仅需要生产方式的改变，更需要生活方式和消费方式的改变，但主流宏观经济政策的核心，却是不加区分地刺激消费，将扩大消费作为增长的手段，在经济处于下行时更是如此。生态文明并不只是转变消费方式，更是转变消费的内容，以让经济增长摆脱对碳排放等的依赖。

第五，人们普遍低估中国2060年碳中和目标背后的巨大机遇，以及其可能带来的挑战。2060年碳中和目标同2030年碳排放达峰目标具有本质区别。如果说中国实现2030年碳排放达峰目标更多的还只需要在政策上“边际地”改进的话，2060年碳中和目标则会给中国经济带来脱胎换骨的变化。它意味着中国经济现有的基础将彻底改变，不只是能源、交通、建筑等直接同碳排放相关的部门会发生巨大变化，还会由此引发生产方式、消费方式、商业模式等的革命性变化。与此同时，由于心理、制度、商业等方面的准备不足，也会带来相应的转型风险。

四、今后改革重点内容

以全面实现小康社会为新起点，开启建设“人与自然和谐共生”现代化的“两个新征程”：一是超越以发达工业化国家为默认标准的现代化内容，基于中国文化价值观赋予现代化新的内涵；二是建立实现这种新的现代化内容的新体制机制。从十九大关于中国社会基本矛盾发生转变的论断出发，以满足人民群众不断增长的“美好生活”需要为核心，不断催生新的供给。

（一）按照“人与自然和谐共生”现代化的新要求揭示其新内涵

新的现代化道路，从一直以来关注“how”的问题，转变到同时关注“what”和“how”，尤其是如何为新的现代化内容建立相应的体制机制。在全面建成小康社会之际，尤其要植根于中国5000年文化传统，对中国文化中小康概念的原有内涵发扬光大，将其融入新的现代化论述中。原有小康概念的内涵同传统工业时代现代化内涵的最大区别，就是对美好生活的不同含义，前者强调适度物质消费和人的全面发展，而后者基于物质至上的消费主义。但是，原有小康社会的概念反而是被传统工业化概念改造，成为GDP为主的概念，一定程度上丢失了小康概念中

原有的更丰富和有价值的内涵。

（二）基于生态文明重新认识高质量发展，并建立新的现代化测度标准

现有关于高质量发展的讨论，很多未能超越传统工业文明理念，还是“传统效率定义”意义上的高质量，并不能成为中国高质量发展的标准。高质量发展不仅需要高技术、高效率、产业升级、高附加值等，也需要在新的生态文明框架下进行定义。发达工业化国家的经济并不一定意味着高质量发展。一旦在生态文明更大的框架下重新定义成本和收益的概念，将传统模式下的外部成本、隐性成本、长期成本、机会成本考虑在内，则原先一些在传统工业化狭隘视野下被视为高质量的发展，可能就成为低质量发展。发展的目的或初心是提高人民福祉。违背初心的发展内容，效率再高，也不能称为高质量。在传统工业化模式下，发展的目的和手段一定程度上本末倒置，有些经济活动虽然提高GDP，但更多的只是商业上的成功，对人类福祉改进并无裨益，反而可能对福祉带来长期或隐性危害。因此，必须根据十九大提出的“美好生活”概念转变GDP内容，进一步淡化GDP的评估与考核作用。

（三）基于生态文明挖掘供给侧结构性改革新内涵，实现供给内容和供给方式的绿色转型

供给侧结构性改革是实现高质量发展的重要保障。在“三去一降一补”的任务基本完成，以及全面建成小康社会目标实现之时，供给侧结构性改革具有新的历史内涵。这个新的内涵，是要保证发展内容不偏离提高人们福祉这个初心，对于发展什么和不发展什么，从国家战略和政策上进行必要的引导和调整。原则是，对那些负外部性、长期成本、隐性成本、机会成本高和影响人们福祉的经济活动进行抑制，对那些绿色经济活动进行鼓励。具体而言，一是促进新兴绿色供给，二是对无效经济活动进行抑制，三是促进那些难以市场化和货币化的服务供给（比如生态环境文化等普惠的民生需求）。

（四）在全社会开展新生活方式运动，复兴中国传统文化价值观

传统农业社会向工业社会转变最大的前提之一，就是观念和消费模式全面而深刻的转变，即从节俭的生活方式向大规模消费的生活方式转变，以为大规模生产提供市场，从而形成以消费社会和大量无效经济活动为特征的现代经济。同样地，从传统工业文明向生态文明转变，也需要一场全面而深刻的消费观念和生活方式的革命性变化。这种变化被大部分的标准经济学家视为不可能，或被视为一种计划经济思维。但实际上，大量行为经济学研究表明，所谓消费者“自由选择”某种程度上只是一种假象，消费者行为（喜欢什么或不喜欢什么）其实很大程度上是被无形商业力量系统性操纵的结果。

（五）基于5000年传统价值观和现代化成就，建立更加开放包容的社会

鸦片战争后，中国因为落后形成了长期的文化不自信，甚至一度将传统文化视为现代化的障碍。但是，中国取得的发展成就证明，中国文化不仅能够同西方工业文明完美结合，亦能为解决传统工业文明的内在危机提供新的出路，其中包括有效的市场机制和现代国家治理体系。中国对自己的道路、理论、制度、文化的自信，有利于建立更加开放包容的社会。

五、跳出传统工业化的思维困局

基于生态文明新的现代化概念，包括应该鼓励发展什么和不鼓励发展什么，以及用什么标准及手段来实现之。总的方向是，通过对“美好生活”价值体系的重塑，以及将视野从狭隘的“人与商品”关系扩展到“人与自然”更宏大的视野，则传统工业化模式下的成本、收益、最优行为等概念就会被重新定义，由此带来发展内容和经济体系的重塑。在“市场发挥决定性作用，政府更好发挥作用”的前提下，原先一些高效率和高质量发展，可能就成为低质量、高成本经济，而原先一些高成本的绿色经济，可能反而成为低成本经济。

此次全球新冠疫情，为重新思考现代化概念提供了一个机会。抗疫采取的前所未有的措施，是一次世界历史上绝无仅有且在常规情形下绝不可能进行的改革大测试。它不仅揭示了新的现代化方向，也让我们看到了实现这种现代化的可能性。新冠疫情的具体原因虽然非常复杂，但

根本原因却是基于传统工业化道路的现代化模式对人与自然关系的破坏。这实质上是全球不可持续发展危机爆发的一种表现形式。新冠疫情的出现，则是从内容到组织方式对既有现代化模式的大幅校正。在内容方面，此次大测试最意外的发现或许是，人们的观念和生活方式的转变，并不是原先以为的那么困难。猝不及防的疫情彻底改变了人们的生活方式，但人们却发现，原先一些一直以为非常重要的内容，其实并不是那么重要；而原先很多未曾在意的内容（包括非市场化的健康、与亲人的团聚等），原来如此重要。同时，由于疫情阻断了常规的贸易模式，新的基于互联网的贸易模式开始兴起。

这也恰恰证明，我们现在的生活方式，其实是被商业力量过度改造的结果。但是，由于长期以来，人们关于现代化的观念是在工业社会形成的，接受的知识体系和思维方式亦是工业社会的产物，这使得大部分人陷入所谓柏拉图洞穴寓言的思维困境，无法理解和接受新事物。一旦跳出传统工业化的思维困局就会发现，很多长期确信无疑的观点和理论其实似是而非，而一个新的观念和局面就会形成。尤其要澄清：

第一，对现代化和“美好生活”的重新定义，不是行政干预和计划经济的回归，而是对传统工业化模式以及过度商业利益驱动的消费社会的纠偏，或者是对市场原教旨主义的纠偏。

第二，强调观念的变化对发展的影响，也不是20世纪80年代“政府调节市场、市场调节企业”的准计划经济思维，而是在新时代对政府和市场职能的重新定位。

第三，不仅要将政府权力关在制度的笼子里，亦要给资本力量套上缰绳，让其在制度约束下运行。政府权力和资本，本质上具有相同的扩张属性。只要没有足够的约束，他们就会为了自身利益最大化而扩张。在强调市场的“决定性作用”时，要避免将资本和“企业家”浪漫化。

第四，强调“美好生活”不是不要经济增长，而是要更高质量的经济增长，是要增长、福祉、环境和人类命运共同体的统一。

---

[1]　本文作者张永生系中国社会科学院生态文明研究所所长。本文是作者在2020年第12期《财贸经济》发表的文章基础上扩展而成的。

[2] 张永生。基于中国发展经验建立关于现代化的新论述，国务院发展研究中心“十四五”研究课题报告，2019.

[3] 详见中共十八大、十九大报告。

[4]　刘世锦，张永生，等.　绿色发展新时代——中国绿色转型2050[R/OL].　http://

www.cciced.net/zcyj/yjbg/zcyjbg/2017/201801/P020180124359320301783.pdf.

[5] Rockstrum, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, A., Chapin, F. S., Lambin, E. F., ...Folke,C."A safe operating space for humanity". *Nature*, 2009，461, 472-475.

[6] 张永生。生态文明不等于绿色工业文明[M]//潘家华，等。美丽中国：新中国70年70人论生态文明建设。北京：环境科学出版社，2019:472-479.

[7] 张永生。生态文明不等于绿色工业文明[M]//潘家华，等。美丽中国：新中国70年70人论生态文明建设。北京：环境科学出版社，2019:472-479.

[8] Grossman, G. and Kruger, A.B. 1991. "Environmental impacts of a NAFTA agreement".(National Bureau of Economic Research Working Paper, 3914.). Lewis, W. *The Theory of Economic Growth*[M]. London:Allen and Unwin，1955.

[9] Fujita M, Krugman P. 1995，"When is the economy monocentric?: von Thunen and Chamberlin unified"[J]. *Regional Science and Urban Economics*, 1995, 25(4):505–528. Grossman, G. and Kruger, A.B. 1991. "Environmental impacts of a NAFTA agreement". (National Bureau of Economic Research Working Paper, 3914.). Kuznets,S., 1955, "Economic growth and income inequality," *American Economic Review*, Vol.45, No. 1, pp. 1-28.

[10] Alexander, S. and Rutherford, J. 2019, "A critique of techno-optimism:Efficiency without sufficiency is lost", *Routledge Handbook of Global Sustainability Governance*,Print ISBN: 9781138048287.

参考文献

“十四五”时期中国经济新增长潜能

1. 刘世锦.GFP及其驱动的经济增长[J].管理世界，2015（10）.

2. 中国发展研究基金会“博智宏观论坛”中长期发展课题组. 2035:中国经济增长的潜力、结构与路径[J].管理世界，2018（7）.

3. 刘世锦，等。陷阱还是高墙？[M].北京：中信出版社，2011.

4. Michael Spence, *The Next Convergence: the Future of Economic Growth in a Multispeed World*, New York: Farrar, straus and goroux, 2011.

5. Comparing Chinese Provinces with Countries: All the Parities in China, *The Economist*,2012.

双循环赋能经济增长的质量与效率

1. 伯尔蒂尔·奥林. 地区间贸易和国际贸易[M]. 王继祖，等，译校. 北京：商务印书馆，1986.

2. 魏后凯，李功，年猛。“十四五”时期中国城镇化战略与政策[J]. 中共中央党校（国家行政学院）学报，2020（4）.

3. Halpern，L.，M. Koren，and A. Szeidl，“Imported Inputs and Productivity，” *American Economic Review*，vol.105，NO.12，2015，pp.3660-3703.

“十四五”时期四大战略重点：创新、开放、分配、法治

1. Mazzucato, M. The Entrepreneurial State – Debunking Public vs. Private Sector Myths,Anthem Press, 2013.

2. McKinsey Global Institute. *China and the World: Inside the Dynamics of a Changing Relationship*，July, 2019.

3. Wei, Shang-Jin, Zhuan Xie, and Xiaobo Zhang. From “Made in China” to “Innovated in China”: Necessity, Prospect, and Challenges[J]. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 31, Number 1,Winter 2017,Pages 49-70.

4. World Bank（2019）, *Doing Business 2020–Sustaining the pace of reforms*, OCTOBER 24.

5. 蔡昉。创造与保护：为什么需要更多的再分配[J]. 世界经济与政治，2000（1）.

6. 黄勇。论中国竞争政策基础性地位的法治保障[J]. 经贸法律评论，2018（12）.

7. 黄涛，郭恺茗。科技创新举国体制的反思与重建[J]. 长沙理工大学学报：社会科学版，2018，33（4）.

8. 普莱斯·费希拜克，斯坦利·恩格曼，等. 美国经济史新论：政府与经济[M]. 张燕，郭晨，白玲，等，译。北京：中信出版社，2013.

9. 钱颖一. 市场与法治[J]. 经济社会体制比较，2000（3）.

图书在版编目（**CIP**）数据

读懂“十四五”：新发展格局下的改革议程 / 刘世锦主编. -- 北京：中信出版社，2021.1
ISBN 978-7-5217-2637-4
I. ①读… II. ①刘… III. ①国民经济计划 - 五年计划 - 研究 - 中国 - 2021-2025 IV. ①F123.3
中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第257309号

读懂“十四五”：新发展格局下的改革议程
主编：刘世锦
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：374千字
版次：2021年1月第1版
书号：ISBN 978-7-5217-2637-4

版权所有·侵权必究

Stock investment course

管清友的股票投资课

管清友——著

做趋势的朋友

投资重要的是以市场为师，顺势而为

跟随8万人选择的投资导师 / 总结绘制未来20年中国股市投资地图

穿越牛熊，从市场中赚钱

中信出版集团

目录

引子 中国式股票投资之道：如何穿越牛熊？

第1讲 重新认识市场 股市基础结构

第2讲 把握市场大势 宏观经济周期

第3讲 投资方法 判断方向的4种方法

| 主题投资法 |

| 行业投资法 |

| 公司投资法 |

| 资金分析法 |

第4讲 风险规避 2种主要风险类型

| 市场风险 |

| 政策风险 |

第5讲 思维升级 投资者的自我修养

附录 2009—2019年A股Top10牛股分析

版权页

引子 中国式股票投资之道：如何穿越牛熊？

有人说，世界上有两种股市，一种叫股市，一种叫中国股市。似乎中国股市唯一的规律就是没有规律。不管你是一无所知的投资小白，还是久经沙场的专业投资者，中国股市似乎总能找到方法让你服气。大家应该听过很多老鼠仓的新闻，最专业的基金经理加上内幕交易竟然还赚不到钱，这真是天下最大的笑话。广大的散户就更难赚到钱了。

为什么大家在中国股市里很难赚到钱呢？归根结底，是大家还在用传统的思维方法来分析A股市场，而这套方法基本上是从西方发达市场衍生出来的，完全不适合A股市场，原因是我们的市场还太不成熟。市场有多不成熟呢？我给你讲一个真实的故事，这个故事听起来像一个段子，但确实是我亲身经历的真事。

2015年股市最疯狂的时候，每天都有很多人问我买什么股票，让我不堪其扰，所以我就在微博上调侃了一句："别问我股市了。除了股市，我们还有诗和远方。"结果可笑的是，网友竟然从中解读出"诗和远方"的首字母是SHYF，正好和"石化油服"这只股票的简称相同，以为我是在推荐股票。更可笑的是，第二天石化油服竟然真的大涨，当月涨幅接近40%。我当时开玩笑说，我猜中了开头，却没有猜中结尾。

类似的事情还有不少，历史上一次次奇葩的案例告诉我们，在这样的市场里做投资真的是一件很危险的事。之所以危险，是因为这个市场太特殊。我经常给那些自信满满、跃跃欲试的投资者泼冷水，说我们首先应该学会敬畏市场，A股市场就是一个桀骜不驯的猛兽，如果你过于自信，赤手空拳地去挑战它，一定会被伤得很惨。

我过去在证券公司担任高管，分管公司的研究业务，长期给基金、保险等机构投资者以及一些高净值的个人投资者提供投资建议。这个工作有两个好处：一是可以对市场保持密切的跟踪和研究，并在实践中检验自己的判断，持续改善自己的投资框架；二是可以和投资者保持密切沟通，从他们的投资成败中吸取经验和教训。

在这个过程中，我越来越坚信一个理念：市场是一个客观的存在，不管它涨还是跌，你必须要敬畏它，因为市场永远是对的。我们的股市是有问题，但在这一个喜怒无常的庞然大物面前，个人的力量是非常渺小的。我们既没有能力去判断它的对错，更不可能凭一己之力去改变结果。要想穿越牛市和熊市，从市场中赚钱，我们真正要做，或者唯一要做的，就是了解市场、适应市场、尊重市场。投资不是你改变市场，而是向市场学习、让市场改变你的过程。

你可能听过很多所谓的炒股神技，但最后不但没有成为股神，反而成了被大家调侃的韭菜。这并不是因为A股市场无道可循，恰恰相反，在中国做股票投资是最讲究“道”的，你听到的那些所谓股神的“道”，其实仅仅是投机取巧的“术”而已。我曾经在投资报告中引用“道可道，非常道”这句话，我觉得非常适合讲给想要学习股票投资的朋友。市场不是没有规律，没有方法。放下你的幻想和自大，做市场的学生，才是穿越牛熊之道。

出于这样一种理念，我希望出一本和传统股票投资教程不太一样的书。我不迷信任何理论，在这本书里，我们唯一的老师是市场，我只是你的向导。我会带着我的团队再一次系统地梳理市场留给我们的历史、数据和案例，进而帮你描绘出一幅完整而又清晰的投资地图。

这本书大致分为五讲：第1讲是重新认识市场，主要是为大家介绍一些我认为投资必备的基础知识，纠正一些常见的误解，扫除一些你可能忽略的市场盲点。第2讲是把握市场大势，主要是从宏观的角度给大家分析投资股票的周期以及一些具体的市场信号。第3讲是投资方法。股票投资最后还是要落地，这里给大家讲解的是具体的落地方法，包括行业分析、主题分析、公司分析以及资金分析等，这也是整本书的核心。第4讲是风险规避，我一直认为规避风险比追求收益更重要。这可能不会让你赚大钱，但是可以让你活下去。第5讲是思维升级，希望给大家传递一些投资理念，这可能比具体的投资策略更重要。

让我们一起做市场的学生，做市场的朋友，一起去穿越牛熊。

第1讲 重新认识市场 股市基础结构

股票才是最重要的资产，没有之一

过去20年，说起投资，大家的第一反应都是房地产，这成了中国一个特色。从全球来看，没有一个成熟的市场化国家像我们一样，把买房当成主要的投资手段。我们可以看一个数据，2018年中国家庭资产中房产占比高达77.7%，远高于美国的34.6%。而股票在家庭总资产中占比仅为8.1%，即便加上和股票相关的基金、信托等金融产品，这个数字也远远低于美国。那么问题来了，是我们的投资方式太初级还是他们的资产结构不合理？答案显然是前者。

房子是用来住的，现在却成了老百姓的主要投资工具，这是特定历史阶段产生的特定问题。伴随着经济和社会的发展，房子必然会逐步退出投资的历史舞台，而以股票为核心的金融资产会成为老百姓的主要投资方式。如果说过去20年是房地产造富的时代，未来20年将是股权造富的时代。房子是死的，股票是活的。毫不夸张地说，股票才是最重要的投资品，没有之一。

我们先来重新认识一下股票这个资产。说起来，股票大家都很熟悉，就是一种由股份公司发行的所有权凭证。你买了一家公司的股票，从原则上来讲你也是这家公司的主人之一了。作为主人，你可以享有一系列综合权利，比如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策，收取上市公司的利润分红或者享受股票价格上涨的收益，等等。在A股市场上，大部分普通投资者可能只享受了分享股票差价的权利，但其实股票的其他权利也很重要，甚至更加重要。

第一个权利是在A股市场被很多人忽略的分红权。投资股票最终投资的是公司，投资公司是为了分享公司的利润分红，也就是我们常说的股息。从数据来看，A股市场能够持续分红的公司很少。我们统计了2020年之前上市的公司，其中竟然有10多家公司从来没有分过红。这有多种原因：一是A股市场上市公司的盈利水平参差不齐，很多公司总体来看是亏损的；二是很多上市公司是国企；三是一些新兴上市公司处于

成长期，它们更倾向于把利润再投资。这导致很多投资者炒股从来不考虑分红这个问题，而是只依靠股价的上涨赚钱，很容易形成短线投机思维，不愿意耐心持有，这是不合理的。A股市场很多优质公司的股息分红是很高的，比如格力、上汽这几年的平均股息率都在6%左右。也就是说，不管股价怎么波动，你每年可以比较确定地拿到6%左右的收益，再加上股价的上涨，收益是很可观的。当然，分红不一定是以现金的形式，有时会折算成股票派送给你，等于增加了持股的数量。高股息是价值投资重要的护城河。

第二个权利是参与公司管理决策。当你持股达到一定比例，就有机会参与公司的经营管理。一般来说，普通投资者不会考虑这个问题，考虑这个问题的主要是机构投资者。如果机构投资者的投资涉及控股权和董事会构成的变化，也会影响公司前景，从而间接影响公司的股价。比如前几年轰轰烈烈的宝万之争，宝能系增持万科股票，最终引发了万科内部大洗牌，也让万科的股价在短期内大起大落，让不少投资者损失惨重。

为什么要给大家介绍这些看似基础的概念呢？其实就是想告诉大家一个道理，股票绝不只是你交易软件中那个跳来跳去的虚拟数字，还是一份实实在在的股东权利。股票不是用来炒的，而是用来支持实体经济的。尽管由于各种主客观因素，A股市场在很多时候背离了支持实体经济的初心和本原，但随着资本市场改革的推进，未来股票一定会成为最重要的资产选择，因为它有着无可比拟的优势。

第一，长期收益率最高。很多人觉得股票风险大，但其实从长期来看，股票收益率是最高的，没有之一。有人算过一笔账，假如1802年把1美元分别投资于美元现金、黄金、债券当中，那么到2017年你拥有的价值分别是0.053美元、4.27美元、1700美元。而如果你当时投资了股票，你就能拥有超过61万美元。

有人说200年这个周期太长了，那我们看近10年的数据。2010—2019年美股的年化收益率高达9.9%，明显高于黄金的2.5%、美元的2.2%。

有人说美股是牛长熊短，而我们是牛短熊长，但其实A股市场的长期收益率也没那么不堪。2006—2019年，沪深300指数的年化收益率高达11.6%，上证综指是7.3%。如果拉长周期到1990年上交所的成立时

点，那上证综指的年化收益率则高达11.8%。如果你那时候幸运地买到了茅台、格力这些绩优股，那么收益率更是高得惊人，涨幅甚至远远超过了京沪深的房价。

第二，市场最为规范。尽管A股市场存在各种各样的漏洞，但相比P2P（互联网借贷平台）等很多新兴的投资工具来说，股票市场依然是最健康、最透明、最规范的。从大类资产的角度来说，A股市场发展了30年，比商品房市场的历史还要早，更不用说近几年才诞生的P2P、数字货币等资产。从内部组成的角度来说，A股市场上的上市公司都是经过投行、律师、会计师和证监会层层把关审核后IPO（首次公开募股）的，是中国最优质的一批企业。上市之后，它们还要按证监会的要求进行信息披露，尤其是一些重大事件。相比之下，如果你投了一个不规范的金融产品，可能连钱去哪儿了都不知道。比如最近我看到某个爆雷的P2P平台，投资者的钱竟然被平台老板的个人账户挪用，这种悲剧在股票市场上是绝对不可能发生的。

第三，流动性最好。流动性好是兑现投资收益的保障，而股票无疑是流动性最好的资产，没有之一。股票是标准化的证券化资产，交易信息相对透明，尤其是证券交易所作为中介，让股票买卖变得非常便利。不像房地产、文物等非标准化资产，交易需要经过漫长的询价、成交和过户等程序。即便是非常抢手的北京房产，从挂牌到成交也得数月。这和股票是没法比的。

第四，门槛最为亲民。这是股票流动性好的另一个原因。投资股票的门槛低，最低的只要几百元就能买一手，也就是100股。这让股票市场成为投资者最多的市场。数据显示，2020年1月国内已开立A股账户的投资者超过1.59亿。

第五，空间最为广阔。巴菲特经常用证券化率来衡量一国股市增长的空间。所谓证券化率，就是一个国家各类证券的总市值与该国国内生产总值的比率。2019年A股市场的总市值为65.8万亿元，而同期中国的GDP（国内生产总值）已经达到99.1万亿元，由此计算我国的证券化比率不到70%。这不仅明显低于发达国家100%左右的水平，也远远低于我们2007年和2015年巅峰时期100%以上的水平。这意味着我们的股票市场还有相当大的扩容空间，未来股票市场的规模会加速扩大，优质的股票会加速涌现。所以，我的判断是，房地产也许已经是夕阳资产，但股票绝对还是朝阳资产。

总之，我们可能都知道股票，但可能并没有理解股票的本质。股票投资不是猜测涨跌的投机游戏，而是作为所有者分享实体公司成长的价值投资。我们不应该把股票看作一种数字资产，它其实是一个与实体经济血脉相连、有血有肉的资产。在众多资产里，股票是长期收益、流动性、规范性、可参与性、发展性最好的资产，没有之一。

A股为何牛短熊长：中国股市的特色基因

我们在引子中曾经讲过，中国股市是一个非常特殊的市场，它最突出的特色有三个：一是牛短熊长，波动性强；二是换手率高，投机性强；三是政策影响明显，随机性强。其实这些只是你看到的表象，根本原因是A股市场的基因不同。这种中国特色的股市基因主要表现在9个方面。

第一，从发行制度看，以往实行IPO核准制，新股发行节奏由政府把控，定价存在双轨制。股票的发行制度主要有三种：审批制、核准制和注册制。我国股市建立之初，实行审批制，比如一年发行300亿元股票，这块蛋糕由各省、部委审批和分配，企业搞不到指标就无法上市。2001年开始启动核准制，先由证券中介机构对企业能否发行股票做出判断，再由证监会发审委对发行人是否合规进行审查，发审委有权直接否决发行申请。也就是说，证监会掌握着新股发行的生杀大权。而注册制是成熟股票市场普遍采用的，上市公司按要求提交材料，真实与否由市场自己评判。2020年3月1日，中国新《证券法》正式实施，将IPO核准制改为注册制，采取更加开放的、系统的、及时的信息披露制度，同时也为下一步资本市场开放打下非常好的基础。

美国实行彻底的注册制，充分发挥市场机制的作用，通过发行人和投资者之间的博弈，来满足投融资需求。实际上，这样的高效率、低成本、市场化机制，极大地降低了公司的身价和稀缺性，也使定价更为合理。美国投资者对新股的态度十分谨慎，而在中国却完全不一样。

第二，从发行数量看，政府主导着新股发行的节奏。在过去，IPO上市排队时间很长，甚至要等好几年，这样使很多优质公司望而却步，绕道境外上市，而剩下的很多公司则在排队中形成了“堰塞湖”。后来，

新股发行节奏加快，一周六七家，“堰塞湖”问题逐渐解决了，但也相当于对当时的股市资金进行了大抽血。目前，IPO新股上市标准趋严，新股少了，不过质量也高了很多。

第三，从定价机制看，新股发行的定价存在双轨制。现行的新股定价实行询价制。简单说，就是打算上市的公司和承销商证券公司一起，找来几十家机构投资者，问问他们愿意出多少钱买新发行的股票，但中小投资者无缘参与。新股发行的价格不是由全体投资者通过自由申购确定的，而且政策也会对定价有很多限制，并非由参加询价的机构自由报价确定。也就是说，IPO新股的定价不是真正的市场定价，而是一种体现了管理层的定价指令和定价意图的半官方定价，这样就与二级市场完全由自由交易产生的最终定价形成了双轨制。2018年，A股市场新股的定价一般都被限定在市盈率（P/E）22倍左右，但二级市场却不这么认为，所以新股上市后会迎来连续好几个涨停板，因此很多人热衷于打新股。

第四，从交易制度看，A股市场缺乏做空机制。A股市场在交易制度设计上鼓励做多，抑制做空。做多就是看涨，买股票，低买高卖赚差价；做空就是看跌，先借入股票在高位卖出，然后再低位买进归还。目前A股在做空机制上设计较为缺乏，这也是因为目前A股市场的基础设施和投资者风险控制水平还不够成熟，可能还不足以驾驭卖空机制下的股价下跌。但股市的基本功能之一是价格发现，只鼓励看涨，却限制看跌，很大程度上也使市场失去了自我平衡、价值回归的能力，市场在看好时容易急涨，在看跌时也容易恐慌急跌，而不是有涨有跌缓慢进行。目前A股市场仅有的卖空方式是融资融券中的融券，但在实际操中也是融资容易融券难。

第五，A股交易限制很多，最主要的就是设有涨跌停板和“T＋1”。涨跌停板是指当天的股票收盘价相比上一个交易日而言，涨跌幅度最多为10%。也就是昨天股价为100元的股票，今天收盘最多涨10元或跌10元。而“T＋1”是指当日买进的股票，必须要下一个交易日才能卖出。实际上，这也是为了保护投资者，避免股市过热或者过度恐慌，抑制频繁买卖的投机行为，但也在一定程度上影响了市场价格的实现，在国内做空工具缺乏的情况下，容易造成大面积的停牌和流动性丧失。比如某公司突然陷入危机，股价理论上应该跌25%，但因为交易限制，当天只能跌10%，所以公司就可以紧急停牌，然后拖时间想对策；如果情况相

反，股价涨停板后，其他人想买也买不了，造成了流动性的丧失。

第六，从退市制度看，标准不够完善，惩罚力度较弱。首先，退市制度不完善。A股市场共有3800多家上市公司，从1999年到2018年底，退市的公司还不到150家。目前A股的退市制度偏重财务指标，忽略市场指标，而财务指标实际上更容易被粉饰。目前A股退市的公司近1/2都是因为净利润连续3年或4年亏损。而相比之下，美国的退市标准就严格得多，同时也引入了很多市场指标，如连续30个交易日收盘价低于1美元、股东人数低于400人等。其次，处罚力度也普遍较轻。当上市公司面临违规与否的权衡时，如果违规收益远大于违规成本，即使造假几个亿也只是接受谴责或轻微处罚，那试问公司会如何选择呢？比如长生生物的假疫苗事件，最终罚款91亿元，是迄今最大的罚单。而美国的强生在之前的爽身粉涉癌事件后，却直接面临46.9亿美元的赔偿。

第七，从分红机制看，缺乏有效的现金分红机制，推动了投机行为。因为没有相应的措施和分红环境，A股市场上市公司大多是吝啬的“铁公鸡”，很少进行现金分红。现金分红和低买高卖赚取差价是投资者获得回报的两种主要方式，没了现金分红，对投资者来说就只有低买高卖这一个途径，一定程度上打击了投资者的长期持股信心。而美国的分红机制就较为完善，公司可以通过红利政策向市场传递公司未来盈利能力的信息，比如标普500指数的成分股一直坚持连续稳定的分红。

第八，从资金结构看，中国股市散户占比较大，缺乏长线资金。中国股市的活跃投资者主要是散户，因此，短视、过度自大、羊群效应等非理性特征非常明显。截至2019年年底，A股投资者构成中，散户资金占流通市值比例近30%。在短视投机风潮下，甚至还有很多机构投资者操作时也有散户化倾向了。而在美国股市，近几年散户占比不到10%，机构投资者占比超90%，是长期投资的主力，其中最主要的是私人养老金和保险资金。而这些，正是目前中国股市所缺乏的。

第九，从监管机制看，中国股市内在机制不完善，监管干预相对较多。中国股市内在机制还不完善，只有正反馈而没有负反馈，也就是缺乏做空机制。这样，在股市上涨时，大家都可以赚钱，形成财富效应和不断跟风效应，容易形成过热，管理层不得不加以抑制；而在股市下跌的羊群效应下，大众恐慌性卖出股票时，容易造成股灾，这时又会出现高层喊话、降息降准、引入救市资金等。总之，对于个人投资者来说，一方面要提醒自己保证独立判断，不要被过热或恐慌的情绪所操纵；另

一方面，救市本身也代表政策的底线，可能是个较好的投资时点。

总而言之，投资者在这样的股市中，听消息、追涨杀跌、短线操作，只能沦为大海中随波起伏的孤舟。只有掌握正确的方法才能穿越牛熊周期，到达成功的彼岸。

市场结构：从5个维度认识股市

之前我们讲了股票是什么，以及中国股票市场的特殊性，这节我们来讲一下股票市场的基本结构，相当于给大家画一幅股票市场的地图，以便大家在后续的投资中找到适合自己的目标。

我们经常把国内股市叫A股市场，其实除了A股还有B股，只不过B股市场主要面向境外，对于普通投资者而言，主要了解A股市场就可以了。A股市场于1990年建立，经历30年的发展，目前上市公司已经超过3800家，总市值超过65万亿元。即便是最专业的投资人，可能也没办法对每只股票如数家珍，但我们可以从几个维度入手，分门别类地认识一下这3800多只股票。

第一个维度：上市场所

从上市场所来看，股市可以分为主板、中小板、创业板以及科创板。为什么要分好几个板块呢？这主要是为了针对不同类型的企业设定不同的规则。

主板门槛最高，以大型蓝筹公司为主，上交所主板股票代码以60开头，深交所主板股票代码以000开头。能在主板上市的公司多为市场占有率高、规模较大、基础较好、高收益、低风险的大型优质企业。主板的上市公司共1965家，占A股市场的51.6%，总市值近46万亿元。2019年年底时主板整体市盈率为23～25倍，市净率为1.8～2.0倍。

中小板的门槛要低一些，主要是没有达到主板挂牌要求的中型稳定发展公司，股票代码以002开头，在深交所交易。这里大多是即将或已经进入成熟期、盈利能力强，但规模比主板小、成长性比主板强的中小企业。2019年年底，中小板整体的市盈率是30倍，市净率为2.5倍，比主板估值要高。

创业板设立于2009年，以创新型成长型的中小企业为主，属于深圳交易所里的一个板块，股票代码以300开头。这里的企业自主创新和成长性高，但风险也相对较高。2019年年底，创业板的市盈率为43.7倍，市净率为3.7倍，远远高于主板和中小板。

科创板于2018年设立，门槛最低，主要针对新经济企业，股票代码以688开头。科创板的股票交易制度总体上与其他板块相同，但建立了更加市场化的交易机制。科创板的上市公司共94家。2019年年底，科创板的市盈率为71.6倍，远远高于其他板块。

可以看出，从主板、中小板、创业板到科创板，企业上市的门槛越来越低，成长性越来越强。比如创业板和科创板主要针对新经济企业，其上市门槛要比主板低很多，主板要求近三年利润不低于3000万，而创业板只需要近两年利润不低于1000万。但现在创业板的条件仍然无法完全适应新经济的需求，比如很多优质的互联网公司初期根本满足不了盈利要求，连创业板都上不去。这也是中央力推科创板并采用注册制的原因。这样，未来像BAT（百度、阿里、腾讯）一样的独角兽可能就不用离家出走了。

第二个维度：行业结构

从行业结构来看，市场上有很多行业分类方法，包括证监会、申银万国、中信等分类。相对常用的是申银万国行业分类标准，也就是申万分类。按照这种方法，股市共分为28个一级子行业、104个二级子行业。接下来我们就从市值、估值和风格这三个维度来认识一下这些行业。

市值。市值最大的是银行、非银金融和医药生物板块。金融是A股的第一大板块，其中仅工商银行一家的市值就接近2万亿。市值最小的是综合、休闲服务和纺织服装，这都是一些服务业和劳动密集型轻工业，所以规模都比较小。

估值。估值一般看市盈率（P/E），它是用股价除以盈利，用来反映股价水平是否合理。市盈率最高的是计算机、国防军工和电子板块。计算机板块的市盈率是61倍，国防军工板块是56倍，电子板块是44倍，计算机和电子属于大家常说的TMT（科技、传媒和通信的英文首字母缩写），成长性比较强，所以大家愿意给一个高估值。当然，这些板块风

险也比较大，比如乐视估值曾经超过100倍，事后证明是高估。军工板块估值高主要是因为行业太特殊，不是完全市场化的，所以相对稀缺，这些估值的逻辑我们在后面会具体给大家讲解。市盈率最低的是银行、房地产和建筑装饰，银行是6.1倍，只有高估值板块的1/10。为什么这几个板块的估值这么低呢？其实听名字大家就应该有感觉，这些全部是非常传统的行业，它们可能很赚钱，但是未来盈利的增长性是不足的，典型的就是银行，比如农业银行高峰时一年利润增长近50%，而这几年基本是个位数，甚至零增长。

风格。我们一般把不同行业的公司分成5种风格，包括周期性行业、成长性行业、消费类行业、金融类行业和稳定类行业。周期性行业是一些和国内或国际经济波动相关性较强的行业，典型代表是钢铁、煤炭以及工程机械、船舶等；成长性行业多为高新技术和科技类企业；消费类行业包括家用电器、纺织服装、食品饮料等；稳定类行业主要是大型多元化的控股集团。总的来说，金融类行业的市值规模最大，而周期性行业的企业数量最多。

第三个维度：个体公司

从个体公司来看，A股市场的市值集中度在不断提升，头部化现象明显。我们以沪深300指数和上证50指数为例，来看A股市场的集中度。沪深两市一共3800多家上市公司，沪深300指数的300只成分股的市值就占了56%。头部化更明显的是上证50指数，主板中质量最优的50家公司市值占据了整个市场的30%。

第四个维度：市场参与主体

从市场参与主体来看，A股市场主体一般分为以下三种：第一种是发行人，也就是上市公司；第二种是投资人，也就是股票的买家，我们常说的机构和散户；第三种是中介机构，比如会计师事务所、律师事务所、评级机构、证券登记结算公司、监管机构（证监会）和一些自律性组织，比如中国证券业协会。

在这里，再跟大家解释一下买方和卖方的概念。买方也就是证券市场上股票的买家，一般特指基金、保险等机构投资者。卖方则是指证券公司，他们在开展经纪业务的同时，为机构投资者提供研究服务。

第五个维度：资金结构

从资金结构来看，A股市场中个人投资者占比很高。从资金结构可以看出股票市场中各方的力量，越是成熟的资本市场，机构投资者占比就越高。

以上从上市场所、行业结构、个体公司、参与主体、资金结构5个维度系统地对股票市场进行了拆解。大家过去可能只是笼统地接触过股票市场，但要想成为一个专业的投资者，必须对股票市场有一个全面系统的了解，在这个地基上去搭建投资的框架才更加靠谱，希望本书能够帮大家扫除过去认知的一些盲点。

投资逻辑：哪种投资流派更适合你？

张艺谋说，每个人心中都有一个武侠梦。我也不例外。我从小就喜欢看武侠小说，最吸引我的就是武侠世界里各大门派的各种武功绝学，比如少林派、武当派等等，虽然都是为了击败对手，但各门派的套路却完全不一样。后来我从事投资研究工作之后，发现投资也是同样的道理，虽然都是为了赚钱，但赚钱的方法绝对不止一种。

在股票市场上，投资的流派可谓百花齐放，既有严谨的基本面分析，也有神秘的技术面分析，甚至有人用风水来预测市场，大家可以去看看香港某知名券商的风水报告，很有意思。这些互相看不上的流派完全有可能一起赚钱，当然，也有可能一起亏钱。也就是说，投资和江湖上的武功一样，没有对错优劣，只有适合不适合。在讲解我们的投资方法之前，我们有必要先来了解一下市场上主要的一些投资流派。根据我的观察，目前常见的投资流派大概可以分为五种。

宏观策略分析法

顾名思义，宏观策略分析法就是从宏观经济变化的大方向入手，然后再应用到具体的股票投资中，所以也叫自上而下的研究方法。具体来说就是先看当前经济形势下是否应该投资股票，然后了解市场中期和长期的趋势，并理解影响这个趋势的核心驱动因素有哪些，然后在这个趋势背景下，选择哪种风格、主题、行业，甚至选择哪种投资组合。这种投资方法大多是对市场整体和背景的“面”上的研究，然后选择出最合理

的方向。这是专业机构做股票投资时运用最多的方法之一。

我举一个实际的例子来帮助大家更清楚地理解宏观策略分析法。比如我们都知道经济是有周期的，行业在周期中会有规律地轮动。在一个完整的经济周期中，有些是先行行业，有些是跟随行业。比如对某个地方进行基础设施投资，钢铁、水泥、机械会先行，也就是先导行业。投资完成后会带动房地产、消费、文化行业的发展，这些行业就属于跟随行业。在一个经济周期中，伴随板块轮动来进行投资，先知先行，就可获得相对更高的收益。

公司价值投资法

公司价值投资法也叫自下而上的研究方法，简单说就是选股，选出有巨大增值潜力的股票。发现好的公司后，长期持有，不用过多理会市场短期的波动，伴随公司一起成长，获得长期收益。像巴菲特、格雷厄姆、彼得·林奇和费雪等投资大师，都是这种方法的代表人物。试想贵州茅台、格力电器、万科A、腾讯、阿里巴巴等现在的巨无霸公司，在十几年前你就投资了的话，现在的投资回报至少也有几十倍。

但这种自下而上的投资方法，需要对行业发展有较深的理解，知道具体行业的规模及市场蛋糕未来会有多大，行业有什么特点，竞争格局会如何演变，公司自身的核心竞争力和护城河怎样，业务、产品、盈利、品牌等如何，甚至还要剖析公司的各种财务数据，透过数据看到真实的公司样貌，并看到未来几年后的样子。

主题事件投资法

主题事件投资法是对某一事件发展趋势进行判断，通过寻找超预期或者制造预期，来找出具有相同属性特征股票的投资机会。大体可分为体系性主题和事件性主题两类。

体系性主题主要是关注宏观因素对具体股票的影响。比如说，过去几年央行经常放水，就有了降息受益行业。央行降息，利好三高行业：一是利息负担高的行业。利率下降直接减少财务费用，为净利润提升释放了弹性。二是资产负债率高的行业。资产负债率高意味着公司欠的钱多，利率降低了，还钱的成本就降低了，公司就有更多的钱去发展业务。三是分红股息率高的行业。固定的分红股息可以类比债券的利息，而降息使无风险收益率下降，若股票的分红股息率高于无风险收益率，

那“类债券”属性的高股息股票自然就会更受欢迎了。对具体行业来说，降息对非银金融（如券商）、房地产、化工、公用事业、交运等行业都有很大的利好。

事件性主题就很容易理解了，某某新闻、利好事件、公司危机等都会在股价中得到反映。比如上海迪士尼乐园建设倒计时，对投资型的房地产、建筑建材，消费型的餐饮旅游酒店、商贸零售，品牌效应型的广告传媒、特许经营等方面的相关公司都产生了很大的利好。

技术分析法

很多散户对技术分析法都很熟悉，这种方法主要是以股价为研究对象，从股价变化的历史走势着手，看K线、看指标、看图形，对未来价格趋势的变化进行预测。像道氏理论、杰西和索罗斯的心理分析理论、江恩理论等都属于技术分析流派。技术分析一般有三类方法，一是看指标，二是画切线，三是研究K线图。

技术分析受到广大散户的推崇，但是在机构化投资中却很少采用。这主要是因为它的立论是建立在三大关键假设之上的，所有的分析方法都要符合这三大假设。（1）价格包含一切信息；（2）股价是趋势运动的；（3）历史可以重演。但实际上这些假设都是经不起推敲的。而且通过历史走势和画图形态等方法来预测未来，本身也有很大的局限性，技术分析的K线很多时候并不靠谱。

量化投资法

量化投资其实就是定量投资，是通过数量化和计算机程序化的方式来进行买卖，通过分析一定的数据，在合理逻辑的支撑下，运用某种策略来投资获得收益。量化投资方法在基金行业占比不高，2014年后才逐渐兴起，总体说来仍处于起步阶段。而国外则成熟得多，随着人工智能的发展与融入，未来这种投资方法的前景较好。

总结一下，目前主流的投资流派主要有五种：一是宏观策略分析法，二是公司价值投资法，三是主题事件投资法，四是技术分析法，五是量化投资法。目前在机构化投资中，运用较多的是宏观策略分析加公司价值分析，通过自上而下与自下而上两者相结合来研究基本面，当有特殊主题事件发生时，则用主题事件投资法来分析其影响。而量化投资，除了指定该类型的基金会专门运用，有时也会作为选股参考。至于

技术分析，则运用较少。方法没有优劣之分，每个人个性不同、能力不同，适合自己的、能经受住市场检验的方法就是最好的。

市场趋势：未来股票投资的四大趋势

这一讲叫重新认识市场。前面我们讲了股票投资的优势和中国股市的特色，又站在投资的角度说了下目前主要的投资逻辑，这节我将给大家讲一下股票投资未来有何发展趋势。

刻舟求剑的故事相信大家都不陌生，它提醒我们要与时俱进，不要沉迷于过去。股票投资也是如此。过去中国的股市很不成熟，追涨杀跌、内幕坐庄等时有发生，收益还很高，但现在这些行为基本已经销声匿迹了，听消息、追涨杀跌的投资者往往也落下一身伤。随着股市内部机制的不断改革完善和外资引入国际化程度的提高，A股市场也在逐渐走向成熟，未来股票投资也将呈现以下4个新趋势。

第一个趋势：投资理念将更注重价值投资

这些年，巴菲特所代表的价值投资理念受到很多人的推崇。然而，一方面由于市场机制仍有很多不成熟之处，A股市场有效性很弱，导致短期投机仍然有利可图；另一方面，很多跟风标榜自己推崇价值投资理念的投资者，在实践中却并没有那样做。也就是说，实际上，价值投资理念一直都没有在实践中得到很好的贯彻。但未来，可能就不一样了。

我们先来说下什么叫价值投资。很多人误以为选只股票，然后丢在一边，或者即使亏了很多也不卖，坚定地捂着，等几年再说，这就叫价值投资。其实，这种认识是错的。价值投资的本质是均值回归和资本逐利。哪里赚钱，钱就会去哪里。所以长期来看，股票的价格总是围绕着价值波动。

具体来说，当股票价格涨幅过高时，未来的潜在回报不够，风险大于收益，就吸引不了新的跟随者，老的投资者也会逐渐离场，导致推动股票上涨的动能发生改变，价格回归；相反如果跌幅过大，超跌的股票也会机会大于风险，股价就会反弹。树不会长到天上，18层地狱下面也不会还有18层，即使可能有，也是小概率事件。我们投资就是要坚持长期做大概率事件，然后获得超额收益。

那为什么现在真正的价值投资者这么少呢？有客观和主观两个方面的原因。客观原因有三点：一是适合价值投资的标的不多。2018年以前A股市场的估值整体偏高，2015年，创业板估值高峰甚至高达140倍以上，而同期美国纳斯达克指数的估值只有20多倍。但现在两者估值已经趋同了，都在20多倍上。二是上市公司治理结构缺陷很多，股市成为捞金的工具，劣质公司退市难，分红机制也不完善，现金股利低，投资者只能以低买高卖来获得差价。而现在，退市制度正在逐渐完善。长生生物假疫苗事件后，A股市场增加了很多市场类指标和公共安全类标准；中弘股份因为收盘价连续20日低于1元，成为首个因市场指标而退市的上市公司。三是中国股市不成熟，波动率、换手率高。不过，股市的基础设施在经历不断的改革后，正在往正确的方向走。比如退市制度的完善、长线资金的引入，甚至在上交所另起炉灶建立科创板，试点注册制。这标志着两年来的注册制改革有了实质性的进步，而且试点成功后，将会倒逼股市其他板块的内在机制改革，股市资源配置和价格发现的功能将更加有效，价值投资的土壤也因此会更加肥沃。

主观原因也有三点：一是投资者不成熟，容易用短期股价涨跌来衡量公司业绩。二是价值投资长期业绩有保障，却无法保障短期业绩。这是个逆人性的长期旅途，而大多数人都期望一夜暴富，过度自信，喜欢从众，不能接受亏损和失败。三是价值投资需要长线资金和长期考核机制。如果投到股市的资金，动辄就取出来使用，又怎么去做价值投资呢？现在，股市长线资金正在不断引入，投资者结构也逐渐趋于机构化，价值投资理念未来将得到更好的落实。

第二个趋势：市场行情将呈现结构化

所谓的结构化行情，就是过去各板块普涨的局面没有了，每次只有部分板块上涨，而大多数股票板块只跟着小涨或者干脆就不涨。这一特征在近两年股市中已经略有体现，未来将成为常态。具体来说，会体现为两点：

一是股价走势出现分化，股票的表现出现冰火两重天。2016年年初至今，以沪深300指数为代表的大盘股取得的收益远超创业板。从股票涨跌数量来看，2016年和2017年全年上涨的股票仅占30%，而2018年更低，3558只股票仅有332只上涨，占比只有9%。

二是股票市值出现分化。大公司的市值持续上升，小公司的市值继

续缩水。我们以年日均市值排序，最大的前十只股票的平均市值，在2017年时是1.1万亿元，2018年是1.2万亿元，2019年年底时已经是1.3万亿元了。相反，年日均市值低于50亿元的小市值股票，2017年有1032只，占比30%；2018年有1677只，占比47%；2019年已经有1885只，占比超过50%了。市值分化趋势非常明显。

为什么会出现结构性分化呢？原因主要有三个。

一是流动性出现分化，资金更多地向大市值股票聚集。以前A股流动性并不是问题，但现在整体资金偏紧，部分股票日均成交额开始低于1000万元，甚至低于500万元。低于500万元的，过去10年几乎没有出现过，但截至2008年年底，就已经有8只股票出现了这种情况。与之相对的，流动性最好的股票，其流动性还会继续提升。未来，随着股市机制的不断健全，A股市场可能会像港股那样出现大批僵尸股，而这种情况大概率会出现在小市值股票里。

二是盈利出现分化，业绩更多地向龙头企业聚集。经济下行压力大时，龙头企业抗风险能力更强，而非龙头企业则会弱很多。我和我的团队研究了一下相关数据，2018年三季度上市公司的盈利增速明显下滑，A股市场所有公司的净利润增速从二季度的14%下降到10%，而沪深300代表的行业龙头净利润增速从12%下降到10%，下降幅度小于整体水平。这说明在经济下行压力大时，龙头企业的业绩相对会更抗跌，行业内的盈利会更多地向龙头聚集。强者恒强，推动行业集中度不断提升。

三是外资的影响力逐渐增强。近年来，股市不断引入外资。实际上在这种对外开放中，A股市场的生态已经潜移默化地发生了改变。境外投资者对A股市场相对陌生，而行业龙头股在公司治理、信息披露和财务规范等方面都更优秀，境外投资者在简单行事下也就更偏好龙头股。未来随着外资的进一步引入，这种影响力将越来越大。

第三个趋势：投资者结构将加速机构化

前面我们说到了未来市场行情会趋于结构化，也就是说未来股市一片红与一片绿共存会成为常态，那么策略配置与选股能力也就成为股票投资的关键。同时，相比有各种缺陷的散户，价值投资更适合专业机构投资者。我们都说价值投资，其实它的逻辑用一句话来概括，就是便宜买好货。但知易行难，何时买，个股的内在价值应该是多少，都是很大

的问题。

首先，这涉及对国内外宏观经济周期的把握和判断，确定是否应该投资股市；其次，在大势研判的基础上，还要抓住主题投资机会，捕捉市场信号，进行行业比较；再次，要对具体的28个行业有较深度的理解，对3800多家上市公司至少有部分很熟悉，要能洞悉行业的发展趋势，预测企业未来的经营情况，探究企业的核心竞争力和护城河；最后，进行估值分析。虽然在理论上企业估值由未来的自由现金流贴现就可得出，但具体模型操作和预测更多的是一种思维方式和对行业公司预期变化的判断。

每个人的能力圈不同，专业机构可以更好地做到这些。从趋势上来说，投资者机构化是必然的。

近些年的发展情况也证明，机构投资者越来越多。在过去，我们经常说股市散户占七八成，后来又说A股散户占半边天。而从2015年至2019年年底，A股市场资金结构中，散户占比已经从49%下降到28%左右，机构占比则提升明显。而在美国，机构投资者占比近90%，是长期投资的主力，也就是说，A股市场在这方面还有很大的上升空间。近期，国家也在积极推进企业年金、保险资金和社保基金等机构资金入市，同时，MSCI（美国指数编制公司）和富时罗素将A股纳入其股指范围，外资机构将加速进场。

第四个趋势：人工智能将成为新的投资工具

人工智能技术迅速崛起，在各个领域掀起应用潮流，其中股票投资行业更多的是与量化投资相结合。

我们先来看下发达资本市场美国对人工智能的应用情况。美国现在超过60%的交易、接近1万亿美元的资金规模都是通过电脑程序化交易的。尤其随着人工智能技术的不断发展和融入，程序化交易的规模还在快速增加，很明显的趋势就是被动管理资产规模不断增加，人工主动管理资产规模逐渐减少。这意味着从业人员的减少。这几年，各种大型金融机构裁员的新闻不绝于耳。2015年，大批私募机构倒闭，许多从业人员就被迫离职。还有外媒报道，高盛过去600名交易员如今仅剩下2人。国外有机构预测，到2025年，单单因为人工智能技术的普及，华尔街就将减少10%的员工，也就是约23万人将被人工智能替代。

目前，量化投资在我国股市投资中占比不大，但人工智能早已成为国家战略，未来将步入发展的快车道。2018年，量化基金的发行速度加快，全年共成立了88只量化基金。2019年又成立了72只，增长速度较快。

同时，无论股市行情如何，量化基金收益均表现不俗。2018年年初至11月9日，A股上证综指跌幅为21%，创业板指数跌幅为25%，权益类普通股票型基金也平均下跌22%；但量化基金方面，主动量化基金平均净值仅下跌14%，量化对冲基金的平均净值甚至上涨了0.2%。2019年全年，A股上证综指涨幅22%，创业板指数涨幅43%；但量化基金方面，主动量化基金平均净值上涨44%，指数量化基金的平均净值甚至上涨了52%。

这里再给大家介绍一个角度。金融从业者中有个证书含金量非常高，享誉全球，那就是特许金融分析师（CFA）。这是全球业内认可度最高的资格证书之一，而它已经正式在其考纲中加入了人工智能方面的内容，在2019年的考试中就已经正式出现。蝴蝶的翅膀已经扇动起来了，相信未来人工智能会成为新的投资工具，发展潜力很大。

这一讲主要是给大家介绍一些我认为投资必备的基础知识，纠正一些常见的误解，清除一些你可能忽略的市场盲点。接下来的第二讲，我将教大家如何把握市场大势，从宏观的角度去分析股票投资的周期以及一些具体的市场信号，帮助大家更好地在股市中提前顺势而为。

第2讲 把握市场大势 宏观经济周期

判断经济周期：如何解读常见的经济指标？

历史研究表明，投资收益的90%以上是由大类资产配置决定的。也就是说，买哪一类资产远比在某一类资产下面具体买什么、什么时候买更重要。我们经常讲，你乘电梯时上升的速度主要取决于所乘电梯的速度，而不是你什么时候乘这部电梯。股票投资也一样，股票虽然是最重要的资产，但并不是唯一的资产，并不是每个时期都非投不可。

在不同的经济阶段，各类资产的表现完全不同，这就是所谓的经济周期和资产轮动。对于股票投资者来说，不管是长期投资，还是短期投资，都必须先搞清楚现在是什么经济周期，进而判断这个阶段是否适合进入股票这部电梯。

如何才能配置对的资产，坐上高速上升的电梯呢？这里面其实包含两个问题：第一是判断经济周期，第二是了解经济周期与各类资产的关系。这一节我们主要来讲第一个问题，即如何判断经济周期。

按照经典的经济周期理论，也就是很多人常说的美林投资时钟理论，我们主要通过经济增长和通货膨胀两类指标来判断周期。理论其实非常简单，经济有上行和下行两种状态，通胀有走高和低迷两种状态，它们两两组合就会有四种结果。一般来说，我们把经济周期划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。一一对应的结果就是：经济下行加通胀低迷的时候是衰退期，经济上行加通胀低迷的时候就是复苏期，经济上行加通胀走高的时候就是过热期，经济下行加通胀走高的时候就是滞胀期。经济周期的四个阶段对应的是两个指标的不同状态（见图1）。

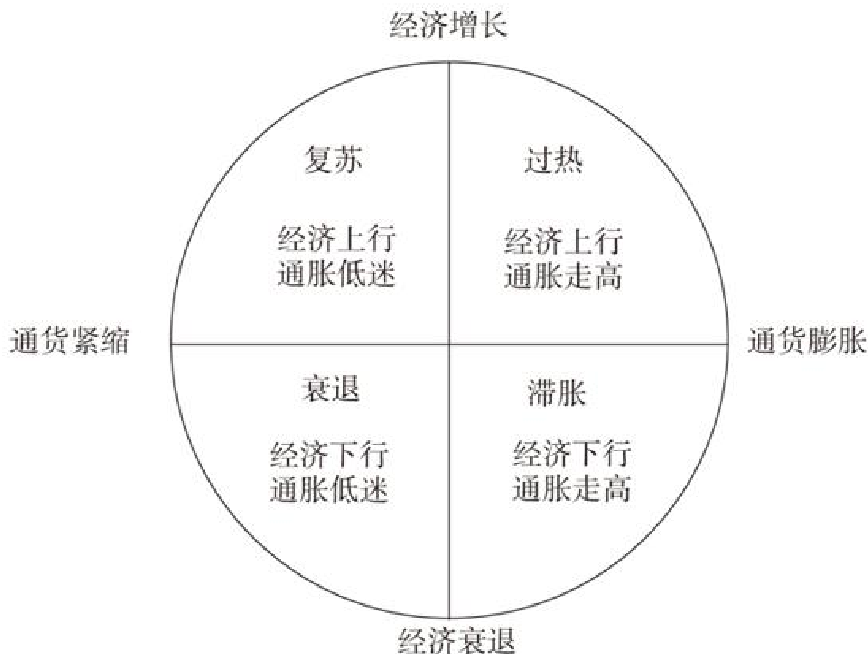


图1 经济周期的四个阶段

经济增长类指标

什么时候是经济上行？什么时候是通胀低迷？经济周期理论虽然很成熟，但在中国的实际运用中，却常常出现偏差，因为中国的经济指标和西方的指标不太一样。所以在判断经济周期之前，我们需要先来系统地认识一下中国的经济指标，这样才能准确判断中国的经济周期。

衡量中国经济的指标有很多，这里我只挑机构投资者和研究者最常用也是最有效的几个指标来讲。先来讲经济增长类指标。

最常用的经济增长指标就是GDP。GDP有名义和实际之分，名义GDP包含了价格因素，实际GDP则是用不变价计算出来的，也就是扣除了价格涨跌的干扰，更能代表实体财富。大家平时听到的经济增速就是实际GDP增长率，比如2019年我国GDP比上年增长6.1%。GDP代表了国家或地区在特定时间内新创造的财富总量，是很重要的，但每个季度才公布一次，用它来判定经济周期，黄花菜都凉了。所以我们就需要一些高频指标来及时观察经济增长。

我们经常说拉动GDP有三驾马车——消费、投资和出口。近年来，三驾马车对于GDP的拉动作用呈现出明显的变化。消费对经济增长的拉

动作用持续增强，2019年高达57.8%。不过，消费在很大程度上受收入以及另外两驾马车的影响，所以三驾马车里市场最关注的并不是消费，而是投资。投资主要包括基建、房地产和制造业三大块，三者在固定资产投资中占比接近80%。其中最重要的就是房地产，所以每月中旬公布的地产销售、投资、房价等数据都格外受关注。出口对GDP的拉动作用近年来在减弱，2018年全年净出口对经济增长的贡献率是负的，这其实就是经济放缓的重要原因。

消费、出口和投资的数据每月公布一次。出口数据是海关公布的，一般是在每个月的上旬。投资和消费数据由统计局公布，会晚一些，一般是在每个月的中旬。总的来说，这三个数据也是经济的同步指标，只是比GDP频率高一些。

每月十几号你看到的数据只是上个月的经济情况，而我们做投资不能只解释过去，还必须预测未来，这个时候就需要借助一些领先指标，提前了解经济走向。这里给大家介绍两个最好用的：一个是PMI，另一个是社会融资总量。

我们先讲PMI。PMI的全称叫采购经理人指数，顾名思义，就是对众多企业的采购经理调研，根据他们掌握的一线经营情况来反映经济的好坏。PMI又可分为很多分项指数，最重要的是企业生产量和新订单数，前者反映当月企业产量如何，后者反映企业接到的新订单，比产量更具领先性。PMI一般是指制造业PMI，分为国家统计局公布的官方PMI和市场化的财新PMI。官方PMI样本主要以大中型企业为主，而财新PMI涵盖更多的中小型和出口导向型企业，所以二者经常出现背离，大家可以将二者结合起来分析不同规模企业的经营情况。PMI的解读非常简单：一是看绝对值，50是经济的荣枯线，也就是区分经济强弱的分界点。当指数高于50说明经济扩张，低于50说明经济衰退。二是看相对走势，这比绝对值更重要，指数上升代表经济走强，反之则表示经济走弱。从历史来看，PMI走势能较为准确地预测未来的GDP走势。2020年3月制造业PMI为52，虽在荣枯线之上，但考虑到2月的基数较低以及复工率的逐步提升，说明当时复工率虽高但实际复产率并不乐观，有可能在疫情冲击下大量企业经营在恶化。

社会融资总量就是全社会一共融了多少钱。它包含的范围非常广，不管是你的房贷，还是企业发债、上市融到的钱，都可以统计进去。这意味着社会融资可以最为准确地反映实体经济的资金需求，也因此成为

预测未来实体增长的领先指标。逻辑很简单，如果大家融到的钱多了，接下来的生产活动就可能更旺盛。过去市场最关注的是贷款，因为大部分人融资是靠贷款，但现在融资方式多了，所以社会融资总量更加全面和准确。当然，分析数据有一个原则，不能只看当月的波动，要结合季节性等历史规律来看，比如历年10月都是融资淡季，社会融资都比较少，不能因为单月比9月下降就说经济下滑了。我比较喜欢将近12个月的数据加总来看，这样可以剔除季节性，预测周期相对准确些。比如从2017年7月社会融资增长开始放缓，就可以预测当年10月公布的三季度GDP大概率是下行，事后证明确实如此。

通货膨胀指标

通货膨胀是个学术用语，说白了其实就是价格。价格主要分为三种，包括消费者价格、生产者价格以及资产价格。一般来说，通胀最关注的是CPI，也就是居民消费价格指数，这是站在消费者的角度统计日常商品服务的价格变动。物价普遍上涨，CPI就会上升；大部分商品的价格下降，CPI则下降。

CPI有多重要呢？每年政府工作报告都是根据CPI来制定通胀目标，比如2019年时的目标就是控制在3%左右。也就是说，中央认为当CPI低于3%时，物价是相对平稳的；当CPI高于3%时，就出现通货膨胀的迹象了。但是我国的CPI指标一直以来都有很多争议。从历史来看，CPI自2014—2018年长期处于低位，从未超过3%，但这种数据的平稳似乎与老百姓的直观感受有巨大差异。根据公布的数据，2020年1月，我国CPI达5.4%，是2013年以来的最高值。

这是因为我国的CPI存在一些结构性缺陷。首先是食品类权重过高，超过30%，远高于美国的15%，这导致了食品类物价的变动对于CPI的影响权重过大，其中猪生长周期就是影响CPI的重要因素。因为生猪的养殖数量跟猪肉价格密切相关，而猪肉价格又是食品价格中的关键指标，比如2018年年末时CPI重返2时代主要是由猪价带动的。其次是居住类占比较低，不到18%，远低于美国的42%，这意味着房价的疯狂上涨并不能如实体现在CPI里，比如2018年7—8月各大城市的房租大幅上涨就没有在CPI中体现出来。最后是CPI侧重反映下游销售环节的价格水平，对上游原材料价格的反映很有限。从2017年开始，供给侧改革推动上游原材料价格上涨，大宗商品价格指数持续上行，例如螺纹钢现货价格翻了两倍有余，但从CPI中几乎看不出来。

因此，单纯用CPI来衡量物价水平不太合理。观察社会的通胀水平需要配合其他指标来看，主要就是PPI（生产价格指数）和资产价格。

PPI和CPI是一个类型的指数，只不过统计对象是生产者，它反映了社会生产成本是上升还是下降。这部分产品虽然不直接影响消费者，但最终会传导到消费环节的价格指数上。因为产品的成本增加了，它的销售价格最终是要上涨的。PPI相对于CPI具有一定的领先性，但在中国由于存在价格管制等因素影响，PPI对CPI的传导并不显著。如2017年受供给侧改革影响，上游产品价格涨幅较大，PPI由上年下降1.4%转为上涨6.3%；但受猪肉和鲜菜价格下降的影响，CPI仅上涨1.6%，跟上年比反而回落了0.4个百分点，PPI和CPI出现背离。所以在分析物价水平时，不能只看CPI，还需要结合PPI来一起分析。

资产价格有很多，比如债券、股票、不动产等价格，这里可以主要看房价。因为上节我们讲过，投资、消费和出口三驾马车里，最受关注的是投资，投资里面最重要的又是房地产。

房价的数据有很多，最常用的是70城房价指数，是统计局通过对70个大中城市住宅销售价格数据算术平均而来，包括新房和二手房。过去几年房价的上涨相信大家一定还记忆犹新，不少一二线城市房价翻倍，三四线城市房价过万，对老百姓来说，CPI虽然没动，但大家感觉到的通胀水平和生活成本其实大幅提高了。

每个月的第二周，统计局会公布上一个月的CPI和PPI，具体的大家可以去统计局官网查询。到这里，我们基本可以建立一个分析经济增长和通货膨胀的指标框架，接下来我们通过这几年的实例讲讲怎么用这些指标来判定经济周期。

判定经济周期

我们就以2014年作为分析的起点，从2014年年初以来，我们基本经历了一轮完整的经济周期，具体的阶段是这样划分的。

粗略来看，2014—2015年算是衰退期，当时经济一路下行，物价也很低迷。从经济增长指标来看，GDP增速从7.4%的高位一路下行到6.8%，经济增速明显放缓。从通货膨胀的指标来看，CPI维持低位震荡，PPI持续为负，经济较为低迷。

2016年算是复苏期，经济已经开始企稳回暖，通胀整体可控。2015年9月，面对经济下行趋势，国家发改委召开会议，部署了10项举措来促投资稳增长。2016年，稳增长成效初现，GDP增速企稳，开始上行。通货膨胀指标方面，CPI仍在低位，PPI一路震荡上行，房价开始上涨，通胀相对可控。

2017年前三季度算是过热阶段，经济稳中向好，但通胀也开始走高。GDP增速一度高达6.9%，经济发展势头强劲。虽然CPI还在低位，但前三季度PPI同比上涨6.9%，房价继续上行，经济明显过热。

2017年第四季度至2018年年初算是类滞胀，经济增长乏力，通胀还在高位。这一阶段的GDP增速持平，均为6.8%。CPI一度上升至2.9%，PPI虽有所下滑，但仍处于相对高位，三四线城市楼市依旧火爆。经济增长动力不足和物价上涨并存，出现类滞胀。

2018年二季度以来进入了衰退周期，经济加速下行，通胀开始松动。GDP增速出现了明显的下滑，从6.8%降至6.1%，创下10年来新低。通胀方面，受猪瘟、水灾的短期影响，CPI有所上行，但整体可控。PPI明显下滑，房价开始回落，这就是衰退的典型特征。

总结一下，经济周期决定了大类资产选择，是投资股票的前提。经济周期可通过经济增长和通货膨胀两大类指标划定。结合这些经济指标可以发现，2014—2018年的中国经济已走完一个完整的经济周期，接下来我会继续给大家讲解在不同的周期应该如何配置资产，如何配置股票。

顺势而为：经济好转时该如何投资？

上一节，我们共同学习了美林投资时钟的基础知识，利用经济指标判断经济周期，通过经济增长和通货膨胀指标，将2014—2018年这个完整的经济周期划分为四个阶段。根据资产轮动逻辑，每个阶段的大类资产配置策略是不同的。从理论上来说，衰退期应该配置债券和现金，复苏期应该配置股票和债券，过热期应该配置商品和股票，滞胀期应该配置现金和商品。

不过实际操作中并没有这么简单，每一个阶段还需要区分具体情况。另外，由于股票市场包含很多行业和不同类型的个股，即使在同一经济周期下，不同上市公司的表现也千差万别，甚至会出现完全相反的走势。因此，接下来两节我们主要学习在不同的周期应该如何配置资产，如何配置股票。这一节我们主要讲经济好转时如何投资，下一节我们再讲经济形势变差时如何投资。

大类资产配置的逻辑

经济形势好是指经济持续增长，可分为复苏和过热两种不同的情况。复苏表现为经济持续上行、通胀下行或保持温和；过热则是经济上行，同时通胀上行或居高不下。

上节我们讲过，2016年是复苏期，2017年前三季度经济开始出现过热。我们就以此为例，看一下经济形势好的时候大类资产的配置选择。

复苏期内，经济增速加快，通胀保持低位，企业盈利改善，股票持有人能够切实分享企业盈利增长的红利，所以股票是复苏期最值得投资的资产。2016年股市经过一个月的短暂调整后开始上行，上证综指从2688点上涨至3103点，涨幅超过15%，收益相对可观。其次值得投资的是债券，因为这个时候货币政策依旧相对宽松，债券还存在一定的投资机会，表现整体会好于现金。2016年，债市前10个月是脆弱的牛市，10年期国债收益率最低只有2.64%，存在一定的投资机会，后两个月由于资金面整体偏紧，债市才开始大幅调整。

过热期内，经济依旧上行，但通胀水平有所抬升，物价开始上涨，大宗商品走牛。这个阶段，可以对抗通胀的大宗商品成为资产配置中最好的选择。但由于2016年的供给侧改革，让大宗商品牛市提前开启，利好被提前透支，2017年前三季度经济进入过热期后，大宗商品的涨速放缓。此时，上市公司盈利能力较为可观，基本面向好，股票市场也会有不错的表现。2017年迎来“漂亮50”行情，前三季度上证综指涨幅接近7%，一大批蓝筹白马股的股价创下新高，迎来了估值修复的大行情。

股票配置策略

说完大类资产配置的逻辑，我们再着重介绍具体的股票配置策略。因为经济形势好又细分为几个阶段，在不同阶段，不同板块的股票有明

显的轮动特征。

具体是怎么轮动的呢？我给大家一一分析其中的逻辑。经济复苏前期对应的是经济萧条的末期，应重点关注金融股。首先，这一阶段货币政策较为宽松，资金成本相对低廉，有利于降低金融业的负债成本。其次，复苏期经济活跃，企业融资扩张的意愿比较强，而且回报也比较好。同时由于复苏期的企业盈利改善，金融业获得的资产质量和收益率也会提升，这会直接加快金融业的资产扩张，扩大金融业的营收。最后，经济活跃的时候股票发行、并购等金融活动增加，有利于增加金融机构的资本中介收入。历史上，几乎每一轮牛市最先启动的都是金融股。复苏初期的典型就是2015年，央行五次降准降息，资金面相对充裕，银行、证券、保险等金融股崛起，拉开了2015年股市牛市的序幕。

经济复苏中期一般体现为GDP增速继续回升，PPI开始回升，CPI依然保持在低位。这个阶段应该重点关注周期股。简单来说，当PPI指标开始进入上行通道的时候，优选周期股。因为PPI触底回升意味着经济中的产能出现缺口，产能有扩张趋势，尤其是钢铁、有色金属、能源等周期性行业。它们一方面受益于经济需求回暖带来的产能扩张，另一方面受益于产能缺口带来的产品价格回升，量和价同时改善，当然会带来企业利润率的改善。

周期股主要分为三类：一是和房地产相关的建筑、建材行业；二是和基建直接相关的有色、钢铁；三是和制造业相关的重型机械、工业机械、工业制成品，如汽车、挖掘机等。从逻辑上讲，经济复苏一般是从房地产开始，因为政策宽松主要体现为货币政策和地产政策宽松，房地产对这些宽松政策最为敏感。回顾2016年上半年，房地产销售额同比增速超过40%，异常火爆。房地产的宽松会改善地方政府的财政和土地出让金收入，地方政府有了钱，自然可以做更多的基建投资。2016年上半年基建投资增速超过20%。房地产和基建投资又会进一步带动制造业的需求，典型的就是挖掘机。2016年我国挖掘机产量同比增长19.4%，主要是由房地产和基建拉动的。

2016年三季度GDP增速触及6.7%的低点，之后开始回升，PPI指数也结束54个月的连续负增长。这都是经济复苏正式启动的明确信号，随后市场表现也印证了这个逻辑。2016年前三季度建筑板块业绩好于A股整体水平，建筑建材等周期板块先开始上涨，随后钢铁板块持续上涨，最后是机械等制造业相关板块。

当PPI指标回升乏力，而且CPI也还保持温和的时候，经济复苏就进入后期，这个阶段具有成长性的科技股会表现更好。这是因为PPI增长乏力，周期性行业缺乏动能，而经济保持上行，通胀又没有风险，整个市场的风险偏好会提升，一些新技术也会涌现出来。最受欢迎的科技股就是TMT。如2016年年末GDP增速继续平稳回升，PPI同比增速持续回升，但CPI处于相对低位，所以成长股表现较好。

但当经济增长还在上行，PPI高位徘徊，CPI回升，出现通胀风险的时候，经济就进入过热阶段。这个时候看上去经济很热闹，但实际上企业已经开始难受了。这主要是因为PPI推高了企业的成本，尤其是对一些工业企业来说，原材料价格大幅上涨必然会侵蚀企业利润。2017年前三季度GDP增速均超过6.8%，PPI高位调整，经济明显过热。经济过热阶段大宗商品是最优选择，股票投资是次优选择。有一些板块的股票表现相对较好，具体有两类可以关注：一类是与大宗商品相关的，比如煤炭、钢铁、有色等资源股；另外一类就是消费股，因为消费需求会随着收入的提升而回暖，而且基本消费需求对价格不敏感，温和通胀有助于提升消费品企业的利润空间，可通过投资消费股来分享物价上涨带来的收益，比如食品饮料、白酒、服装、汽车、家电、医药等。所以我们看到2017年消费股领涨，前三季度食品饮料行业涨幅近50%，位居市场第一。

总结一下，经济复苏期，股票是最佳的投资选择。具体来说，经济复苏前期货币宽松，关注金融股；中期PPI触底，选择周期股；中后期PPI回落，选择成长股。当PPI和CPI回升到高位，经济进入过热期，大宗商品是最佳投资选择，但是与大宗商品相关的资源股和受益于物价上涨的消费股，也是不错的选择。当然，这只是一个简化的周期投资方法，具体到实际操作时，A股市场还受到监管政策、风险偏好、国际环境等外部因素的影响，需要结合所有因素全面评估，才能做出准确的周期判断，这些内容后面我都会一一讲到。

逆流而上：经济变差时该如何投资？

首先，我们还是先讲一下如何判断经济形势变差。经济形势变差对

应到经济周期里其实主要是指衰退和滞胀，两者的共性是经济下行，只不过衰退期是通胀下行，滞胀期是通胀上行。根据之前的经济周期划定，2014—2015年是衰退期，2017年四季度到2018年第一季度出现类滞胀，二季度后又进入新一轮的衰退期。

大类资产配置的逻辑

我们看一下经济形势变差的时候大类资产的配置选择。衰退期内，经济增速下滑，物价下跌，商品价格下降，使得投资扩张的意愿不强，经济增长乏力，进一步加剧了经济的不景气。在这样的情况下，政府为刺激经济会出台一系列稳增长措施，出现“衰退式宽松”。如2014年两次定向降准一次降息，2015年5次降准降息，2018年4次定向降准，市场流动性相对充裕，利率降低，政府希望以此提高投资热情，刺激经济增长。

“衰退式宽松”使得无风险利率下行，固定收益类金融产品的吸引力提升，利好债券市场，所以债券是衰退期中表现最好的投资品类。无论是2014—2015年还是2018年，债市都有不错的表现，基本符合美林投资时钟的资产配置规律。

理论上，衰退期上市公司盈利能力受到影响，股市应该表现不好，但中国的情况却有些特殊。比如2014—2015年和2018年股市就出现了明显的分化。2014—2015年股市暴涨，迎来一轮大牛市，达到5178的高点后急转向下。这段时间上市公司的基本面并未改善，股市上涨主要是因为多次放水后无风险利率下行，也就是常说的“水牛”。而2018年二季度以来，股指持续下行，上证综指一度跌破2600点，创下2015年股灾后新低，主要是因为公司的基本面恶化，上市净利润同比增速开始下滑，而且货币政策并没有“大放水”。所以在衰退期，债券是最优的资产配置选择。但如果政策宽松力度足够大，股票表现也值得关注。

我们再来讲讲滞胀期。滞胀期内，经济增速放缓，但物价却高速增长，此时的经济形势就十分糟糕。由于通胀上行，导致利率上升，货币基金等现金类资产收益率会上升。2018年年初，支付宝余额宝7日年化收益率最高达到4.39%，创下2015年以来新高，这时持有现金及其等价物是最好的选择。同时物价上涨，利好大宗商品，大宗商品会有不错的表现。在滞胀期，债券和股票表现一般不会太好，因为利率上升对债券造成负面影响，而经济增速下滑，需求不足，企业盈利恶化会影响公司

的基本面。

股票配置策略

最后，我们总结下经济形势变差的时候股票的配置策略。总体来看，经济形势差的时候，企业经营状况不佳，股票投资机会不大。但是利率和风险溢价等也是影响股价的重要因素，比如我们刚提到的由多次放水导致的2014—2015年的一轮牛市。下面我将经济形势差的时候细分为几个阶段，帮你梳理不同阶段的股票投资逻辑。

在衰退的前期，企业的盈利下滑会成为制约股市的最大障碍，此时，股票配置价值较低。首先，经济下行导致需求萎缩，尤其是房地产和基建等终端需求；其次，经济好的时候投资的产能还在陆续投产，产能过剩的问题会逐步暴露出来，企业的市场竞争压力加大；最后，产能过剩又会进一步压低产品的价格，挤压企业的利润空间。这样一来，股票的基本面会整体恶化。

从历史上看，经济衰退的初期，股票市场的确会持续低迷。比如中国从2011年三季度开始了一轮大的衰退周期，从两位数的增长一路向下，在4年的时间内连续跌破9%、8%、7%多个重要关口。通胀也基本上处于连续下行的趋势，尤其是PPI，连续50多个月负增长。CPI也是一路回落，从6%降至1.6%。而2011—2014年的股票市场表现大家都看到了，大盘基本是熊市，只有一些结构性的机会。

但2014—2015年经济也没有复苏，还是处于衰退，为什么就出现了大牛市呢？这就是前面讲的，经济衰退也要分成两个阶段，在前期经济下行未触底的情况下，政策不会有大动作，就像2011—2014年，其实货币政策还是很稳健的，只有一些小宽松。但到了后期，一旦经济下行触及了政府的底线，政府就会启动宽松政策，对当时的中国来说，这个底线就是7%。所以当2014年下半年经济运行逼近7%底线的时候，中央果断出手，从2014年11月开始启动了连续的降准降息，在如此大规模的货币宽松刺激之下，金融体系的流动性骤然增加。

在正常的经济复苏周期里，如果货币宽松，流动性应该会大量流入实体经济。但在经济萧条周期里，金融机构不愿意把钱放给实体企业，所以大量的资金沉淀在金融体系里，进而通过配资等形式流入股市、债市等资本市场，形成所谓的资金牛，很多人也称之为“水牛”。

从股票市场来看，资金面持续宽松最利好金融股。2014年年底就是典型的例子，降息之后券商、保险、银行板块轮番上涨，并于2014年12月5日推动A股单日成交量突破1万亿元，超过1996年A股市场一年的总成交额，成交量最大的前10只股票中9只是金融股，这也拉开了上一轮A股牛市的序幕。

但到滞胀阶段，经济增速放缓，通胀上行。一方面，利率会跟随通胀大幅上行，包括股票在内的风险资产会受到直接打压；另一方面，利润会跟随经济增速放缓大幅下行，股票的基本面也会恶化。内外压力之下，股票市场总体都不会好过。

在这个阶段，对于投资者，投资策略的核心是避险，尽量配置一些现金类的无风险资产，少配置像股票这样的风险资产。2017年四季度到2018年上半年就是这样。但如果你需要一定的股票配置，也可以做一些防守型的价值投资，有三类价值股会有相对收益。

一是需求弹性小的股票。比如公用事业，这个行业与居民生活息息相关，无论经济好坏都是必不可缺的，人们对价格的敏感度较低，即使在经济下行时，其收益也能对抗通货膨胀。

二是符合长期大趋势的股票。比如，在城镇化时代，投资房地产股票是有长期价值的；在人口老龄化时代，投资医疗股从长期来看是有价值的。

三是现金流稳定的股票。这个很难按行业来分，需要结合个股的财务指标进行研判，最好的指标就是经营性现金流和股息率。如果一只股票能保持每年几个点的分红收益，那这只股票根本不用考虑周期，完全可以当作一只债券来长期持有。

股市表现与经济周期密切相关。经济形势好的时候，投资机会较多。具体来说，经济复苏时主要关注金融股和周期股；经济过热时，主要关注消费股；经济形势差的时候，股票市场总体表现一般，投资需要把握时点和结构。具体来说，衰退时期要分情况来看，初期没什么机会，还是防守；后期货币宽松，资金脱实向虚，金融股受益；滞胀时期避险为主，尽量减少仓位，只配置一些需求弹性较小、受周期干预小的价值股。当然，这只是一个简化的周期投资方法总结，实际操作时需要进行具体分析。

未来大周期：为什么中国经济不可能重回8%？

中国经济的新常态

经济周期其实可以分成两个层面：一个是长期的大周期，一个是短期的小周期。举个例子，就像一个人一样，大周期指的就是从幼年到成年到中年再到老年，一个周期可能持续数十年；小周期指的就是短期的生活和工作状态，比如一份工作、一份学业等等。经济周期也一样，要判断我们现在的小周期是复苏还是衰退，是健康还是不健康，首先得搞清楚我们处于大周期的哪个阶段，看看我们是处于青春期还是老年期。

过去40年，中国经济毫无疑问处于高速成长的青春期。从1978年到2017年，我国的实际GDP增长了33.5倍，年均增长9.5%，远高于世界同期经济年均2.9%的增速。这个成绩不仅创造了我们的历史，也成为全球经济最大的一个奇迹。但最近几年，中国经济增速持续放缓，尤其是2015年之后，我国的年度GDP增速20年来第一次跌破了7%，2019年GDP增速6.1%。

在这种经济连续下滑的环境下，社会对中国经济的前景出现了两种论调；一种是乐观派，他们认为这种下行是短期的，甚至认为未来中国经济还能重回8%；另一种是悲观派，他们认为中国正面临20世纪90年代日本曾面临的挑战，可能会出现类似当年日本的危机甚至崩溃。这两种观点都有一定的依据，但都过于片面。我想告诉大家，中国既不是乐观派心中那个曾经青春年少的中国，也不是悲观派心中20世纪90年代的日本，我们的未来可能介于两者之间，经济增长降速是确定的，但不至于重蹈日本的覆辙。

为什么说经济增长降速是确定的呢？道理很简单，经济增长就像人的个头一样，一个人不可能永远长个子，一个国家也一样。从全球经济发展的历史来看，没有一个国家可以青春不老，中国自然也不会例外。二战后经济增速连续25年保持在7%以上的只有13个经济体，剔除掉中国香港、新加坡等微型经济体，实际上只有8个经济体创造了高增长奇迹。而除了中国，它们在高增长的第四个10年里全部都跌落神坛，区别只是下跌的幅度而已。有的比较剧烈，如日本一下子减速到5%，有的则相对温和，如韩国仍保持了6%左右的增速。

中国现在也步入了这样一个从高速到中低速的换挡期，就像中央反

复强调的，这是我们的新常态，不是主观上出一些刺激政策能够改变的。最典型的就是2015年之后，我们搞了十几次的降准降息，搞了几万亿的PPP和基建项目，但我们的经济依然没有回到8%。为什么会出现这种新常态？因为支持过去40年高增长的红利发生了变化，正在慢慢消退。

人口红利的消退

第一个变化是人口红利的消退。GDP最终是由人生产的，劳动力人口的数量和占比是决定长期增速的核心变量。过去40年，尤其是前30年，受益于20世纪的两次生育潮，我国的劳动力人口快速增加，一方面让我们拥有了大量的低成本劳动力，使我们迅速成为全球第一大出口国、世界工厂，另一方面中国的房地产需求也随之爆发。

但近几年，我国的人口已经迎来拐点，劳动力从2013年开始出现下降，老龄化越发严重。更让人担忧的是，我们的生育率也在下降。放开二孩的政策出台后，不仅没有出现预期的新生婴儿潮，生育率反而继续大幅下降。与此同时，老龄人口却在快速增加，我国65岁以上人口占比已经从2002年的7.3%提升到2018年年底的10.9%，而2017年人口自然增长率仅5.32‰。按照国际标准，65岁以上人口占比超过7%就进入老龄化社会了。也就是说，2002年时我国就已经进入老龄化社会了，之后这个过程一直在加速。

这样的人口变化一方面会推高劳动力成本，让我们的制造业面临外流压力，比如现在的衣服好多都已经不再是Made in China（中国制造），而是变成越南、印尼制造了；另一方面也会让近些年最重要的房地产引擎逐渐熄火，所以从长期来看，房地产的黄金时代已经过去了。这是我们面临的第一个变化。

全球化红利的消退

第二个变化是全球化红利的消退。大家这几年肯定听了很多中美贸易摩擦的资讯，很多人开始不太适应，就在2017年年底，特朗普还兴高采烈地在故宫喝茶，怎么转眼就变了呢？其实这不是偶然的，而是中国发展到这个阶段必然面临的问题。自2001年加入世贸组织以来，中国成为这一轮全球化红利最大的受益者之一。我们凭借低廉的劳动力成本优势以及稳定的制度优势，先后超过法国、德国、日本，成为全球第一大出口国，我们的外贸总额占GDP的比重在入世后持续上升，最高达到

60%。而且我们的出口远远超过了进口，也就是我们常说的贸易顺差。为什么美国人视我们为眼中钉？就是因为我们对他们的贸易顺差太大了。按照我们的统计，2018年中国对美国贸易顺差同比增长17.2%，达到3233.2亿美元。路透社称，这是2006年以来的最高纪录。因此，近段时间美国的各种贸易摩擦举措也就不难理解了。

当然，从经济学角度来看，贸易逆差并不意味着美国受损了，实际双方在贸易中都受益了，比如美国人民享受了更便宜的商品。但这些事实美国官方是不会理会的，因为他们现在对中国的遏制根源不是经济因素，而是政治因素。本质上是中国的快速崛起遇上了美国的民粹主义，特朗普政府就是希望抓住这个机会，通过发动新冷战来转移国内就业和政治压力，赢得老百姓的支持。这和20世纪80年代美国对日本的遏制如出一辙，甚至连招数都很类似，先是贸易摩擦，后面还可能有金融摩擦。

不管中美局势短期如何波动，长期来看，未来10年大国之间的矛盾和冲突不可避免。我们讲“中国制造2025”，美国讲建国250周年（2026年），普京讲在新的任期要把俄罗斯的GDP提升到世界前五位。中美俄的国家战略出现了交集，都在争夺全世界的话语权，这样势必产生冲突，只不过是冲突大小的问题。这意味着，中国经济在过去10多年所享受的全球化红利可能一去不复返了。

总结一下，从大周期来看中国经济，我们不能盲目乐观。随着外部全球化红利和内部人口红利的消退，中国经济增速换挡是必然的长期趋势，想要重回8%几乎是不可能的事，这是我们做任何投资都必须认清的一个基本背景。当然，增速放缓并不意味着我们就应该悲观，下节我继续为大家讲中国经济的长期趋势，为什么说中国不会重蹈日本的覆辙。

国运之辩：我们会重蹈日本的覆辙吗？

上节我们讲了中国经济的增速换挡是确定的，不确定的只是经济放缓的幅度。悲观派经常拿我们跟日本对比，担心我们会像日本20世纪90年代那样爆发金融危机，然后陷入“失落的二十年”。对股市来说，这也等于判了死刑，毕竟覆巢之下无完卵，经济如果崩溃，市场也必然崩

溃。当年日本经济崩溃后，股市从接近4万点一路下跌，一跌就是十几年，最低跌到1万点以下，听起来都让人后怕。所以我们讨论中国经济会不会重蹈日本覆辙，绝不是一个遥远的宏观问题，而是一个影响每个人投资的大问题。

中国与日本当年的相似之处

的确，我们现在的情况很像当年的日本，都是迅速崛起中的世界第二大经济体。日本20世纪70年代开始超过德国，中国从2010年开始超越日本，两者都让排名第一的美国感到了威胁。从总量看，目前中国GDP相当于美国的60%，与20世纪90年代末期的日本一样。从人均GDP和GDP增速看，我们现在也和20世纪80年代的日本相似。

不仅如此，我们现在面临的挑战和日本当年也非常相似。

首先，都面临人口老龄化。我国从2002年开始进入老龄化社会，日本从1970年进入老龄化社会。根据世界银行的数据，目前我国65岁以上人口占比是10.9%，与日本1986年的水平相当。

其次，都面临资产泡沫化。日本经济的泡沫时期，主要是1986—1989年。在这三年里，股市的日经225指数从13000点涨到了39000点，增长了两倍；东京商业用地价格指数从1985年的120涨到了1988年的334，也是三年增长了近两倍。到1990年时，仅东京都的地价就相当于美国全国的土地价格。而中国的房价和地价在过去10年疯狂上涨，现在京沪深的房价已经基本超过了当年日本鼎盛时期的房价，而大家知道日本的房价后来跌了一半以上，再也没起来过，这也是大家担心中国资产泡沫的原因。

最后，都面临美国的遏制。两国都是出口导向型经济体，日本1981—1985年对外贸易顺差急剧扩大，成为当时世界最大的钢铁和汽车出口国。尤其是对美国贸易顺差急速增长，导致美国对其接连发起六次不同行业的贸易战，结果均以日本接受强制性关税、配额等妥协退让而告终。而目前中国也是美国最大的逆差来源国，也面临最大经济体对第二大经济体产业升级的遏制。

中国与日本当年本质的差异

正是出于上面种种似曾相识的场景，很多人才会担心中国经济重蹈

日本的覆辙。但历史真的会这样简单重演吗？我的答案是不会。因为我们和当年的日本只是看上去像，但基因在本质上还是有巨大差异的。

第一，日本当时城镇化率近80%，而我国目前只有61%，还有很大发展空间。城镇化率是城市人口占总人口的比重。城镇化率提升会直接带动房地产和基建，同时间接刺激商业和市场的发展，是最重要的经济增长动力。日本20世纪90年代经济崩溃时的城镇化率已经接近80%，2019年时超过93%，也就是说在“失落的二十年”里，日本基本已经丧失了城镇化这个大引擎。而我国2019年年底的城镇化率只有61%，如果按照户籍人口算只有44%，还有超过6亿人生活在农村，未来还有很大的增长空间。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨曾说过，中国的城镇化和美国的技术创新是人类21世纪的两件大事。21世纪才过了20年，中国的城镇化这件大事远远没有结束。

第二，日本当时消费对GDP的贡献占比近70%，而我国2019年仅为58%，内需还有很大潜力。日本经济崩溃的时候不仅出口已经见顶，消费也已经攀上高峰。中国目前虽然出口遭遇瓶颈，但由于区域差距较大，人口总数比日本多十几倍，所以很多人的消费需求还没有得到满足，内需还有很大提升空间。目前国家采取的减税、降费等政策也是为了刺激消费内需。此外，我们相比当年的日本还有一个重要的消费助推器，那就是互联网。2019年的“双11”让我们再次见证了互联网可怕的力量，在2018年基数如此之高的情况下，2019年的全网销售额依然大增30.5%，超过4000亿元。

第三，日本是浮动汇率制，日元快速升值导致出口受挫，而我国实行资本管制，汇率相对稳定。对于依靠出口起家的中日两国来说，汇率至关重要。日本在20世纪70年代后由固定汇率制转成浮动汇率制，资本可以自由流动。再加上1985年，为了解决美国巨额的贸易赤字问题，美、日、联邦德国和英法签订了广场协议，达成五国联合干预外汇市场、让美元对日元和马克有序贬值的一致意见后，美元大幅贬值而日元升值一倍，日元持续升值长达20年，这几乎给日本的大部分出口行业判了死刑。而我国实行的是有管理的浮动汇率制，再加上资本管制，这让我们对人民币汇率几乎有绝对控制力，只要中央有意愿，维持汇率稳定还是有把握的。

第四，日本当时出现了明显的政策失误，对银行和企业放任自流，而我们大部分银行和大企业是国有的，控制力和应对危机的能力相对比

较强。很多人认为日本是被1985年的广场协议压垮的，但这其实不是关键。广场协议次年，日本经济增速的确从6.2%大幅下降到3.2%，但后面4年的年均增速已经高达5.5%。所以日本经济崩溃不是外力的结果，关键还是内部的政策失误。日本在20世纪80年代时，没有对商业银行采取有效监管，大量资金流入楼市股市，催生资产泡沫。广场协议后，日元大幅升值，为了对冲，日本央行在之后一年里先后5次下调利率，结果造成资产价格进一步上涨。当泡沫达到顶峰时，又实行了过于严厉的紧缩政策，将利率从2%提升到4%，致使房价崩溃，经济一蹶不振。我们前几年也犯了类似的错误，所以吃了股灾这样的亏，但从2016年以来，中央已经及时纠偏，凭借对银行和国企的控制力，坚决地挤出了泡沫，虽然经历了阵痛，但避免了更大的危机。

总结一下，很多人拿中国经济和20世纪90年代的日本相比，认为中国可能会遭遇类似的危机。但我们和当时的日本经济只是看上去很像，基因在本质上还是有很大差别的，我们的城镇化潜力、内需潜力、稳定的汇率制度、国有为主的经济结构以及政策纠偏能力给中国经济筑起了一道护城河，不太可能重蹈日本的覆辙。

当前小周期：这轮经济下行接近尾声了吗？

前面我们讲过，从长期来看，中国经济正处于增速换挡减速的大周期，原因是人口红利和全球化红利的退潮。但对于投资来说，光看长期是不够的。就如著名经济学家凯恩斯所说，从长期来看，我们都会死去，但我们不能因此就放弃精彩的生活。即便中国经济面临很多长期压力，但依然不妨碍经济出现短期的反弹和轮动。就像前面我们讲的，尽管过去10年我们的GDP增速从14%降到了6.1%，但我们不能忽视这中间还产生了大量的短期波动，2009年、2013年、2016年，我们的经济都出现了反弹，而这种短期波动虽然是不可持续的，但依然会切切实实影响我们当年的投资。

在2014年以来的这轮经济小周期里，我们的资产市场完全是跟着经济周期走的。大体来说，2014年是衰退期，债券开启大牛市；2015年是复苏期，股票走牛；2016年是过热期，大宗商品和房价暴涨；2017

年是滞胀期，货币市场表现最好；2018年我们基本上进入衰退周期，股票走熊，债券走牛。所以要判断下一步各类资产的走势，其实关键是判断现在衰退周期有没有结束，复苏周期有没有开始。如果说衰退已经接近尾声，那么大类资产就会开始往股票倾斜，如果说衰退还远没有结束，那么大类资产依然会倾向于债券，股票很难有趋势性的好转。

所以我们要讲的小周期其实就是回答一个问题：这一轮经济衰退周期结束了吗？答案是还没有。尽管从中央政治局会议和降准等政策信号来看，政策底已经出现了，但从政策底到经济底还需要时间，目前这轮调整的几个压力还没有完全释放。

第一个压力来自房地产

房地产受到供需两端的双重挤压。从需求端看，政策是需求的领先变量，房住不炒的政策调子没有变，未来也不太可能变，调控之下需求很难有起色。政策不松，需求承压。比如从2017年3月至2018年8月这一年半时间里，一线城市销售额持续负增长，其中北京降幅高达39%、上海降幅为26%。三四线城市过去一年受一二线需求外溢带动，销售回暖，这个趋势基本也到头了。再从供给端来看，房地产企业融资压力越来越大。房地产企业主要融资渠道还是银行，而银行表内外融资都在压缩。表内因为非标转标，信贷额度吃紧，截至2019年年末，房地产企业贷款增速已经连续17个月负增长。表外则受到资管新规的影响，很多通道业务没法做了。再加上债券发行、资本市场再融资难度加大，房地产企业的体外融资可谓腹背受敌。所以房地产企业只能越来越依赖销售回款为主的其他资金，销售回款的占比高达52.3%。最近我们接触了一些知名的房地产企业，现金流都非常紧张，有的加快周转回收资金，有的频发私募产品进行融资。比如某企业拟募资5.5亿元，愿意付出的融资成本竟然高达13%，而2017年时的代价仅8%左右。

土地市场是一个先导信号。按照2018年年底时的数据，土地市场也开始降温，甚至多个热点城市出现土地流拍的现象。首先，土地出让金三年以来首次出现同比增速由正转负。40个典型城市土地成交建筑面积环比减少22%，年初累计土地出让金收入同比减少0.5%。其次，土地出让均价连续7个月同比下跌。10月40个典型城市土地成交均价同比下跌24%。土地成交溢价率持续下降，再创2012年以来新低。比如，一线城市已经成交的150宗住宅土地平均溢价率只有7.64%，而在2016年和2017年分别是17%和67%。

第二个压力来自金融去杠杆

寄生在泡沫上的金融业退潮才刚刚开始。过去几年监管缺位，泡沫丛生，一大批违规或者不合理的金融机构、金融业务像雨后春笋一样出现。但自从国务院金融稳定发展委员会成立以来，金融强监管终于回归，主要任务就是清理这些不合理的业务和机构。举个例子，2015年之前，中国的P2P几乎处于无监管状态，结果几年的时间就搞出了6000多家平台，成为全球最大的P2P市场，但其中大部分是不合规的。当监管强化之后，现在只剩下1000多家在正常运营，80%的平台都爆雷甚至跑路了，而且这个数字还在不断增加。不仅P2P行业，财富管理公司、基金公司、证券公司都还在挤泡沫的过程中，最近很多金融机构已经开始裁员，金融寒冬最冷的时候才刚刚开始。

第三个压力来自地方债务

根据国际清算银行数据，2018年一季度，政府显性债务的杠杆率为47.8%，看上去不高，但其实这只是表内，这一轮地方基建加杠杆主要是在表外，主要的方式就是明股实债的PPP和产业基金。2017年之后，财政部牵头加强对地方融资行为进行规范清理，目前依然没有松动的迹象，基本是常态化了。这样一来，基建肯定受影响，2018年以来，基建投资增速呈断崖式下跌，从2017年年底的19%降至2019年年底的2.1%。债务风险防范使地方政府投融资受到严格约束，大量市政类基建项目停建或缓建。此外，清理PPP对基建项目的冲击也很大。

第四个压力来自贸易摩擦

此前主要是受贸易摩擦情绪影响，真正的实体冲击还没开始体现。近一年里，贸易摩擦不断升级的新闻满天飞，但我们感受并不明显，预期最受打击的出口增速却不降反升。2018年全年出口164177亿元，增长7.1%。这并不是说贸易摩擦对我们没影响，而是很多出口企业为了规避之后的关税增加而“抢出口”。因为从2019年1月1日起中国对美国的出口税率将从10%进一步提高到25%，抢出口可以规避更大的损失。但这只是出口的提前透支，并不意味着一直会这样，而且由于之前的抢出口，后来出口也比预期略有减速。

总结来看，判断下一步各类资产的走势，关键是判断现在衰退周期

有没有结束，复苏周期有没有开始。如果衰退已经接近尾声，那么股票将大有可为。从目前来看，衰退还没有结束。主要是因为这轮调整的四个压力还没有释放完：一是房地产，二是金融去杠杆，三是地方债务，四是贸易摩擦。在这四重压力之下，经济下行大概率还要继续。

流动性：央行一举一动如何影响股市？

流动性是决定股市走向的核心因素之一。所谓流动性，说白了就是经济体中“钱”的数量。分析流动性的关键在于理解央行的货币政策。有时候央行一句话就会弄得股市鸡飞狗跳，就是因为市场担心央行的政策会影响流动性。比如，过去央行都是说保持流动性基本稳定，但2018年6月时央行提出保持流动性合理充裕，从基本稳定到合理充裕，这个细微的措辞变化马上引起了市场的积极反应，因为很明显这是货币宽松的一个表态。果不其然，下半年货币政策持续大力度降准。对于A股市场投资者来说，不管是什么类型的投资方法，央行的货币政策和流动性环境都是不可忽视的宏观变量。

货币政策

货币政策的首要问题是确定整体基调，一般可分为扩张性、紧缩性和稳健中性三种货币政策。扩张性的货币政策一般在经济衰退时使用，增加货币供应，降低利率，这对股市有利。历史上每一轮牛市都有货币扩张的影子，尤其是2015年的牛市，当时上市公司盈利并不好，但就是因为流动性非常宽松，让股票和债券都迎来大牛市，所以很多人称之为“水牛”。不仅A股如此，美股这些年之所以这么牛，也和美联储金融危机之后的零利率和量化宽松政策有直接关系。紧缩性的货币政策一般在经济过热、通货膨胀过高时采用，简单说就是减少货币供应量，提高利率。稳健中性的货币政策既不放水，也不收缩，货币供给速度满足经济增长和平衡所需即可。在这三种定性分类下，有时也会适度微调一下幅度，比如中性偏紧、中性偏松的货币政策。

货币政策工具

基调确定之后，央行就会使用各种货币政策工具来实现目标。最基础的工具有三个，分别是存款准备金、再贴现政策和公开市场操作。它们也被称作央行的三大法宝。

存款准备金。银行吸收社会存款，但要按一定比例上缴央行作为保险金，这个比例就是存款准备金率。其中又分成两部分，一部分是法定存款准备金，另一部分是超额存款准备金。法定存款准备金率由央行来决定，通过调控这个比例，央行可以影响到银行信贷扩张的能力。比如提高法定存款准备金比率，那银行可贷款出去的钱就少了。

再贴现政策。贴现是票据持有人在票据到期日前，把票据按低于面值的价格转让给银行而获得资金，而再贴现就是银行再将票据贴现给央行，说白了就是央行向银行投放货币。这些交易会有成本，比如再贴现就会有再贴现利率。而央行可以制定和调整这个再贴现利率来影响市场利率和货币市场的供求。若再贴现率高于市场利率，那银行贴现的成本就会提高，也就会减少再贴现，市场的货币供应量也就大幅减少了。

公开市场操作。与前两者相比，这是最常见的手段。简单说就是央行直接在市场上买卖有价证券和外汇，来投放或收缩货币供应量。市场上资金少了，央行就买进有价证券，而付出的资金自然也就投放了出去。反之，卖出有价证券，央行收回资金，也就从社会市场上回笼了货币。

这三大法宝是通过影响信贷扩张来影响货币供应量的，此外还有外汇占款投放货币。简单说就是我们在外汇市场上卖美元，而央行为了稳定汇率就买美元卖人民币，这样也就投放出了货币。我们都知道我国制造业近些年发展很快，贸易顺差很多，所以过去外汇占款增量在广义货币供应量（M2）中的占比一直很大。

上面的都是些传统工具，近几年央行也更新了创新工具，比如短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL），这些工具都可以实现央行投放货币，但期限、抵押品要求、利率等条件不一样。

流动性

流动性其实就是货币的供求，央行决定了货币供应量，实体经济决定了货币的需求量，供求交织在一起决定了流动性的松紧，进而影响着股市的走向。总的来说，货币宽松股市不一定涨，流动性紧缩股市不一定跌，有四种情景。

第一种情景是经济衰退初期。货币政策没有明显扩张，但因为货币

需求下降，流动性依然出现宽松。这种情况就是所谓的“衰退式宽松”。这个阶段经济下行，大家对未来预期很悲观，风险偏好大幅降低，企业盈利也会下滑，股市一般是跌的。比如2014年年初的股市就是这种情形。2013年经济阶段性过热见顶，然后就开始下行，需求大幅萎缩，10年期国债收益率大降，从4.64%下降到4.05%，流动性出现衰退式宽松，但股市不涨反跌，原因就是盈利和市场风险偏好下降。2018年的情况也是如此，流动性其实相对宽松，央行也多次降准，但股市却跌了很多。

第二种情景是衰退末期。经济持续下滑到一定程度了，央行就会通过货币扩张稳定经济，比如降准、降息等。这时也是货币供给大于需求，流动性很宽松。但与第一种不同的是，这时随着央行的大力度宽松，大家对未来信心增强，风险偏好提升。比如2015年的牛市就是这种情形。2015年其实经济并未复苏，但由于央行连续十几次降准降息，宽松力度超预期，再加上场外配资的推波助澜，催生了一轮资金牛，大盘从2000点一路上涨到5178点。

第三种情景是复苏初期。与衰退初期相反，这时候未来经济预期乐观且确定，企业加大投资力度，资金需求旺盛。此时，资金供不应求，利率上升，但由于经济前景又好又确定，风险偏好和盈利都转好，所以即便流动性趋紧，股市也是上涨的。比如2006年4月到2007年9月，央行连续加息7次，依然不妨碍股市大牛。

第四种情景是复苏末期。与衰退末期相反，经济复苏到了一定程度，会出现过热。这时央行为了控制通胀会紧缩货币供应，比如加息、升准，导致货币资金供不应求，利率升高，流动性紧张。这时大家预期未来盈利增速放缓，风险偏好降低，股市可能会遭受“戴维斯双杀”，盈利和估值都往下走，股市进入熊市。比如2013年经济就有点过热甚至滞胀，流动性紧张，甚至爆发两次钱荒，股市应声下跌。

上面讲的主要是流动性与股市的整体关系，具体到行业而言，不同行业对流动性和利率的敏感性不同，也就是对利率变动会有不同的反应。相对而言，银行、地产、券商、保险、公用事业股票属于利率敏感型；食品饮料、商贸、医药、传媒、餐饮、纺织服装对利率不敏感。此外，利率上升对造纸、航空等负债率高的行业负面影响较大，对银行等靠负债经营的行业负面影响较小。所以在央行宣称要降息时，我们总会看到银行、券商、保险等金融板块，地产板块和公用事业板块，会有相

对较好的表现。

总结一下。我们主要分析了央行货币政策影响流动性的方式，以及流动性松紧与股市的关系。流动性宽松股市不一定涨，流动性紧张股市也不一定跌，关键看对应的经济基本面。具体到行业上，有些行业对利率更敏感，而有些相对迟钝，大家在投资中要有所区分。

汇率：人民币贬值对股市意味着什么？

金融市场上有两个“率”非常重要，一个是利率，一个是汇率。两者都代表“钱”的价格，只不过一个反映国内，一个反映国外，它们都对金融市场的定价发挥着至关重要的作用。前一节我们讲了国内的货币政策和利率对股市的影响，这一节我就讲下汇率这个看似很遥远却很贴近现实的事儿。

汇率的定义及其影响因素

首先我们来看下什么是汇率。汇率是指一国货币与另一国货币的兑换比率。比如美元汇率是7，就代表1美元可以换7元人民币。而几年前，1美元是可以换到8元人民币的。也就是说，汇率是变化的。哪些因素会影响汇率的变动呢？

其实，汇率的本质就是一国货币在全球的价格，所有影响货币供求的因素都可以作为影响汇率的因素，在这里我们主要说三个因素。

第一个因素是利率。假设有A和B两个国家，如果B国的利率很高，那把财富存在B国的银行就可以获得更高的收益，这就使B国的货币更具有吸引力。大家都卖出A货币买入B货币，就使得A货币的供给增多，而B货币的需求增多，这样B货币相对于A货币来说价格就会有所提高。这时，B货币升值，A货币贬值。

对各国利率变动最敏感的是国际热钱。它们对收益率有敏锐的嗅觉，如果哪个国家加息，就会吸引这部分热钱流入，流入国的货币就会升值，流出国的货币就会贬值。比如2018年美联储加息4次共100个基点，很多资本就都回流美国了，美元就显得较为强势，升值，人民币则

相应贬值。

第二个因素是国际贸易。在我国，企业不能持有外汇，必须将外汇换成人民币，所以这时候两者兑换的量就会影响到汇率的变动。比如贸易是顺差的时候，我们赚回来的外币比花出去的多，那增量的外币换成人民币时就会增加对人民币的需求，人民币升值。近些年，我国一直都处于贸易顺差状态，所以从贸易的角度来说，长期看人民币是要升值的。这也是美国一直指责我国操纵汇率，敦促我国人民币加速升值的原因之一。

第三个因素是央行干预。各国央行在汇率波动较大的时候会在外汇市场上买卖货币以达到稳定汇率的目标，但这就要求央行有足够多的外汇，否则难以达到效果。1997年亚洲金融危机初始，泰国、菲律宾等国家的货币贬值压力很大，它们的央行努力在外汇市场上买入本国货币，卖出外汇来托底汇率。但这些小国家的外汇储备较弱，弹药不足，没多久就消耗殆尽，被迫放开汇率波动，结果货币大幅度贬值，经济陷入崩溃。而同时期中国香港的汇率保卫战则由于背后有中国央行的大量外汇储备支持，成功阻击国际空头的攻击，汇率最终保持稳定。

货币贬值对股市的影响

一般说来，货币贬值影响股市有4种典型模式。

一是货币宽松，同时带来汇率贬值和股市上涨。货币政策宽松时，利率下降，根据之前讲的，汇率会有贬值压力；同时流入股市的资金增多，助推股市上涨。比如2012年10月，日本进一步加大货币宽松力度，基础货币增速从9%最高上升到2014年2月的56%，最终日元贬值，而股市日经225指数从不到1万点上升到15000点左右。

二是货币贬值，刺激出口增加，盈利改善，股市上涨。本国货币贬值，用外币标注的本国物品价格将会减少，对外国购买者来说同样的东西就变得更便宜，这样出口产品竞争力提高，出口企业盈利改善，股市上涨。比如1995年德国马克贬值后，德国的贸易净出口改善较为明显，货物和服务的贸易顺差就从100亿欧元大幅提高到1997年年底的200亿欧元以上，其间德国股市DAX指数也从2000点涨到了4000多点，增长了一倍多。

三是货币贬值预期，资本外流，汇股齐跌。贬值预期下，敏感的资

本尤其是国际热钱就会流出，这样一方面汇率承压下跌，股市也会因资金减少而下跌。比如2008年年初时的印度，在美国次贷危机背景下，投资者担忧新兴市场货币贬值，印度资本持续外流，资本项目2008年年初还有净流入300亿美元，而一年后，也就是在2009年出现了近10年来的首次净流出。印度货币相应不断贬值，股市的孟买指数在这一年内从2万点暴跌至1万点，缩水一半。

四是货币贬值，本国通胀且储备减少，引发央行加息，股市下跌。本国货币贬值后，进口同样的东西需要更多的货币，东西变贵了，带来了输入型通货膨胀，这时国家就会加息来努力缓解这一状况，加息又使利率提高，股市下跌。比如2014年时的俄罗斯，汇率不断走低，外汇储备资产不断缩水，通胀不断走高，俄央行被迫在一年内7次加息，尤其是年底时一次性将基准利率提高至17%，当日俄罗斯股市RTS指数甚至一度下跌20%，而在这半年时间内，股市指数缩水了一半。

那么我国现在人民币贬值，股市会怎样呢？无非也是两种力量的博弈：一是货币宽松叠加刺激出口，股市上涨；二是输入性通胀及资本外流，引发加息，股市下跌。

从短期来看，2020年2月，我国CPI当月同比提高5.2%（前值5.4%），环比提高0.8%（前值1.4%），PPI当月同比回落0.4%（前值0.1%），环比回落0.5%（前值0%）。考虑到油价大幅下跌叠加海外疫情暴发，后续CPI当月同比可能回落，PPI当月同比负向加深。此外，我国资本外流管制，并且人民币贬值也没有使外汇储备大幅下降，相反股市中外资还不断在流入。所以从整体而言，人民币贬值导致股市下跌的路径是不存在的。

2020年，在全球央行“大放水”的背景下，国内货币政策依旧稳健，这反而有利于我国货币升值。此外，从中长期看，贬值也将刺激出口，有效对冲中美贸易摩擦带来的不利影响。

那具体行业会是怎样的呢？我们从两个维度来看。

首先，我们以史为鉴。家电和食品饮料行业在贬值时表现更好，而钢铁、采掘和交运行业表现较差。2015年以来人民币经历过5轮明显的贬值，其中家电和食品饮料有3次超额收益排名前五，而钢铁、采掘和交运，尤其是航运有3次收益排名靠后。

其次，贬值利好出口，海外营收占比高的行业会受益。电子（海外营收占比最高，占40%）、家电（34%）、纺织服装和机械设备（都占19%），这四个行业将会因贬值而受益。交运行业的海外收入占比也较高（26%），但它的成本多以美元结算，所以贬值会使它成本提高。海外营收占比最低的依次是房地产、公用事业和非银金融，都在2%以内。

总结一下。我们介绍了汇率是什么，是由什么决定的，并讲了货币贬值对股市的影响，共有4种典型模式，主要是两种力量的博弈：一是货币宽松叠加刺激出口，股市上涨；二是输入性通胀及资本外流，引发加息，股市下跌。而人民币贬值对股市的影响，相对来说是利好的。从具体行业来看，家电、食品饮料和电子可能受益最大，而钢铁、采掘和交运则相对不利。

资金供求：交易量中隐含哪些市场信号？

2018年11月13日，创业板以8729万手的成交量，刷新了板块创设以来的最大单日成交量。创业板放天量似乎给萎靡不振的市场燃起了一把火，投资者纷纷开始议论创业板的抄底时机是否已经到来。交易量为什么会引起如此广泛的关注呢？交易量的变化真的能预示未来股价的走势吗？

股票市场的交易量就是一定时间内股票成交的数量。在某种意义上，它代表着市场的情绪和多空双方的交易热情。当交易量放大，我们称之为放量，此时多空力量的角逐更加激烈，市场分歧变大；当交易量被市场情绪推升到足够高的程度时，就叫天量；反之，当交易量缩小，我们称之为缩量，此时多空博弈归于平静；当成交量随情绪的低迷而陷入低谷时，就形成了地量。

这里天量、地量的评估是相对的，并没有统一的标准。最简单的方法是确定一个天量、地量的评估标准，比如单日高于500亿手成交量时，我们就认为是天量；低于50亿手成交量时，我们就认为是地量。另一种更科学的方法是，将指数划分时间周期，比如每五年划分为一个周期，在各个周期中，看成交量的最高峰和最低谷分别在什么位置。

我们可以在任意一款股票交易软件上清楚地观测到成交量的变化，它以柱状图的形式呈现在K线图的下方。在分时图上，我们可以看到每小时的交易量；在日线图上，可以看到每日的交易量；在周线图上，可以看到每周的交易量；在月线图上，可以看到每月的交易量。每个投资者都能够通过成交量来实时跟踪多空两种力量的博弈和市场中情绪的变化。

此外，从交易量的主体看，我们有整个A股市场指数的成交量，如万得全A成交量，能较好地体现整个市场的交易情绪；也有具体板块的，如创业板指数的成交量，能体现投资者参与创业板的热情；还有具体个股的成交量，但这个在实用价值上往往不如前者好，因为个股的参与者相对较少，成交量的数据容易被操纵；而整个市场或板块的成交量，由于参与者太多，难以操纵，更能反映真实的市场情绪。

成交量与股价的关系

那么，成交量与股价有着怎样的关系？在任何一个交易市场上，最重要的两个要素都是“价”和“量”。股票市场的价就是股价，量就是成交量。股价告诉我们这只股票现在市价多少，多少钱可买，持仓人是盈利了还是亏损了。而交易量告诉我们，股价变动的背后是由什么情绪所主导的，也就是说它可以解释，甚至在某种程度上帮助预判股价的变化。

量和价密不可分，缺了其中一个指标，我们对市场掌握的信息就少了一半。投资者在“价”的博弈中，如何有效运用“量”的武器呢？我们通过观察万得全A指数及其相应的成交量，来讲讲成交量背后隐含的市场信号。

万得全A指数从2001年开始，有四轮比较明显的牛熊周期，分别是第一轮2001—2008年，第二轮2008—2011年，第三轮2011—2015年和第四轮2015—2018年，每轮周期都经历了熊牛切换。在这里我将一轮周期分为四个阶段。

第一阶段是熊市阶段。当熊市行情初始时，空方放巨量，股价不断暴跌。之后过程中或有反弹，但整体股价呈阶梯式下跌，而成交量也在起伏中逐步走向萎缩。

第二阶段是熊市尾声。这时成交量是极度萎缩的，处于地量状态，而价格却稳定了下来，没有再继续下跌，整体呈现“量缩价稳”的态势。

这是由利空因素充分释放，空方的卖出意愿减弱导致的。在这种状态下，如果市场出现了重要的积极信号，那就有了催化剂，投资者情绪就容易被激活。那时，成交量就会绝地反击，逐渐放大，股价也会随之上涨，这背后也是先知先觉的投资者在介入进行低吸。所以在市场死气沉沉、地量低价时，如果量能突然放大并伴随股价上涨，投资者需要特别关注。

第三阶段是牛市阶段。牛市周期正式开启，股价呈现漂亮的波浪式上涨。在这一过程中，成交量也会逐渐放大，和股价一样，呈波浪式起伏。在这里，提醒一下大家，牛市行情中，每次股价的回调都会伴随着成交量的缩小，而当成交量缩小到一定程度时，往往就是入场的好时点。比如2017年牛市时，这一规律就非常实用。每当股指回调，成交量就会下降，当降到前期股价高峰所对应交易量的30%～40%时，阶段性回调往往也就差不多到位了。这时若投资者入场，等待成交量再次放量，可以在短期内实现较好的收益。

第四阶段是牛市尾声。随着股价不断创新高，成交量不断放大，未来预期的利好逐渐都体现在股价中了，当牛市股价上涨过多时，也逐渐积累了很多潜在的风险。牛市末期，股价逐渐涨不动了，成交量反而急剧上升，有时甚至放出天量。这说明市场中的多空分歧明显变大。而考虑到这时股市上涨的动能已经消耗得差不多了，成交量放量反而可能预示着之后的行情反转。先知先觉的机构投资者开始大量出货，而后知后觉的投资者尤其是散户，则在惯性思维下接盘。也就是说，牛市末期，天价天量是离场观望、规避风险的重要信号。

交易量的结构性变化

之前我们提到了成交量与股价的协同关系，在牛熊市的不同阶段，成交量的趋势变化能预示股价未来的变动。而实际上，交易量结构性的变化也蕴含着重要的信息。

我国的投资者构成比较特殊，按自由流通市值计，散户投资者占28%左右，而西方发达国家，这个比例往往只有15%左右。

散户的投资行为相较于主力资金夹杂着更多非理性因素，体现出明显的滞后性，比如在牛市的最后阶段大幅加仓，在熊市的最后阶段却大幅减仓。在这种境况下，我们观察成交量变化的时候，剔除散户投资者

带来的扰动，跟踪主力资金的动态显得特别重要。主力资金在我国往往也被称为“聪明资金”，主要包括海外资金、社保资金、产业资本和券商、保险、基金等机构的资金。

第一类聪明资金是海外资金，是境外机构或个人投资A股市场所带来的资金。随着金融市场的开放程度日益增强，A股市场逐渐与国际接轨，海外资金对A股市场的投资行为与定价模式的影响也越来越深刻。海外资金的占比近两年来上升明显，而其动向很多时候对A股市场的走势有较好的预示作用。比如2017年5月到10月海外资金的大举买入，在一定程度上催生了A股市场的蓝筹白马行情。2017年年底，陆股通账面浮盈一度高达60%，整个陆股通2014年11月至2018年11月浮盈在25%左右。相比之下，上证指数在2017年年底的累计涨幅仅为20%，经过2018年的深度调整之后，两年内的涨幅已几乎被抹平。从数据对比中我们可以看出，海外资金确实非常“聪明”。对于投资者来说，可以使用陆股通的相关数据来观测海外资金的变化。陆股通是沪股通和深股通的总称，是境外投资者购买中国大陆股票的渠道。自从其开设以来，每日都会公布净买入额数据。

第二类聪明资金是社保资金，是老百姓日常生活中缴纳的社保。由于这笔资金关乎国计民生，通常交由市场上顶尖水平的基金管理者管理，投研能力高于一般的公募基金。社保资金曾多次“神准”地在熊市初期逃顶，在牛市初期抄底。2005年年中，社保基金大批开立新账户，日后证明，这次布局恰在指数低位，两年半内，A股指数最高上涨了超过500%。2007年，沪指一路冲至6124.04点。当市场陷入狂热之中，并津津乐道上证综合指数将冲向8000点之时，社保基金已于四季度开始全线撤退，减仓1/3。此后的故事大家都知道了，上证开启了漫漫熊市，到2008年7月，指数将近腰斩。2008年年末到2009年年初，在次贷危机后全球股市的低位，社保基金同样出手增仓，在后续市场行情中表现依然出色。因此，对于中长期投资者来说，社保基金每季报公布的持仓数据是非常有价值的。对于个股投资者来说，社保基金出现在上市公司前十大流通股东中，也往往会成为一个重大的利好信息，值得特别关注。

第三类聪明资金是产业资本，是公司的重要股东或管理层买卖自己公司股票而投入的资金。公司内部成员相比其他投资者拥有信息优势，对企业的价值有更加前瞻的认识，而且真金白银的投入直接关系到其切身利益，因此他们的动作自然值得重点关注。事实上，我们可以看到

2008年、2010年，以及2014年创业板爆发前夕，都曾出现明显的大股东增持现象。2017年二季度，减持新规出台前，产业资本的主动增持也带来了市场止跌的信号。因此，对于投资者来说，如果某个企业密集发布增持公告，或者在市场低迷时发布增持公告的企业数量大幅增加，往往是重要的利好消息。

除了上述提到的三类聪明资金，券商、保险、基金等机构资金的动向也值得密切跟踪。每日龙虎榜是一个跟踪机构资金动向的实用工具。龙虎榜席位分为营业部和机构专用。龙虎榜中，如果席位显示“营业部”，一般代表着游资和大户；如果显示“机构专用”，则代表着基金、券商、保险等机构投资者。游资席位一般追求短线收益，而机构席位更倾向于有宏观面支撑时介入股票。如果机构专用席位在一段时间内持续大量买入，而券商营业部大量卖出，说明机构看好该股，是利好。相反如果所有买入、卖出席位都是券商营业部，与此同时，股价又处在顶部区域，这个时候我们就需要格外警惕风险了。

除了龙虎榜之外，还有一个好用的指标是ETF（交易型开放式指数基金）的成交量。ETF中机构投资者占比较高，从2017年各大股票型基金的年报数据来看，122只具有可比数据的股票型ETF中，机构投资者占比平均为63%；其中57只股票型ETF中，机构占比高达80%以上。优质ETF往往被机构选为择时加仓的利器，有时候会和指数走势发生背离，即呈现出指数涨资金流出、指数跌资金抄底的情况。比如2012年牛市启动之初，就曾出现ETF成交放量的特征。

把握成交量是必要条件，而非充分条件

最后，我们要提醒投资者，成交量包含着非常重要的信息，它能帮我们第一时间把握市场情绪，在市场疯狂时远离风险，在市场低迷时把握机会。但这是不是意味着，投资者只需利用好成交量这一指标，就一定能盈利，一定可以战胜市场了呢？答案显然是否定的。

对于纯技术投资者来说，需要配合其他指标对市场走势进行更全面的分析；对于中长期投资者来说，只有在把握基本面的前提下，交易量指标才能发挥最大的效用。仍然以2017年的牛市为例子，刚刚说到了投资者可以根据成交量波浪式变化，在交易量萎缩到一定程度时选择入场。但低吸的前提是，投资者心里知道经济基本面健康向上，牛市行情会延续；如果基本面恶化，市场走弱，这一策略就变得可笑了。而当前

创业板放出天量，大家猜测它见底，也是基于部分投资者把握了基本面，认为前期创业板已经利空出尽。

所以，大家需要注意的是，对成交量的把握仅仅是投资者战胜市场的必要条件，而非充分条件。成交量不能帮助我们预测大势，它只是帮助对大势有所把握的投资者选择合适的入场时机，从而能够以更低的风险获得更高的收益。

总结一下，成交量就是一定时间内股票成交的数量。在某种程度上，它代表着市场的情绪和多空双方的交易热情。一般来说，整个市场和板块的交易量能反映真实的市场情绪，而个股尤其是小盘股的交易量则容易受到操纵。交易量可以帮助我们更好地理解甚至预判股价的变化。在熊市阶段初始，空方放巨量，之后交易量逐渐萎缩。在熊市尾声阶段，市场地量低价，死气沉沉，若有重量级利好催化剂出现，量能突然放大且伴随股价上涨，这时可能预示着春的生机。需要注意，在牛市阶段，每次股价回调，成交量萎缩，尤其是缩到前一高峰的30%~40%时，往往是介入的好时机。在牛市尾声阶段，股市上涨的动能已经消耗得差不多了，天价天量反而可能预示着之后的行情反转。在股市中我们要关注聪明资金的动向，包括海外资金、社保资金、产业资本和券商、保险、基金等机构的资金，这些资金对股市变化最敏感，可以起到导向作用。最后，我们要提醒投资者，成交量只是战胜市场的必要条件，还需要结合其他指标进行分析。

第3讲 投资方法 判断方向的4种方法

| 主题投资法 |

主题投资：小白也能学会的投资方法

市场有起有落，潮涨潮退，变化的是表面的股票价格，不变的是内在的运行逻辑。揣摩预期而见微，研究大势而知著。抓住推动市场发展的“势”，择机布局，时常能够获得战胜市场的超额收益，主题投资就是这样一种方法。与传统的价值投资、成长投资相比，主题投资显得简单很多，是个连小白都能学会的投资方法，但要熟练且有效地运用它却并不容易。本讲就给大家讲解一下主题投资方法。

我们先来看下什么是主题投资。

主题投资是对有同一类属性指标、受相同催化剂驱动的上市公司进行分类，根据核心驱动力的变化调整投资方向及敞口的投资方式。同属性指标可以是地区、产业链、市值规模、催化事件、技术水平和管理层属性等。

这里有两点值得注意。

一是传统行业配置投资是以经济周期、行业景气度为判断基础，更强调把握行业景气程度轮动。而主题投资是以对事件发展趋势的判断为基础，更强调把握核心驱动力，它是靠特定风险因子驱动收益的，并且分散组合风险。

二是大家所熟悉的“炒热点”，多是某事件引发热点，然后资金推动短期投机，一般缺乏实际业绩支撑，行情昙花一现。而主题投资更多的还是中长线投资行为，是符合及顺应某种趋势的未来绩优股。

那怎么做好主题投资呢？具体分6步走。

第一，选择好的主题

好的投资主题必须同时兼备三大要素。

一是自上而下推动的意愿非常明确。这意味着该主题可能获得了从国务院、相关部委再到地方政府政策上的支持，其中任一环节卡壳都会导致政策执行力下降而使逻辑受到削弱，也就是说自上而下的利益链条要每一环节都有意愿推动。比如国企改革就是个好例子。

二是主题的想象空间大，市场潜力大。这是指由于制度红利、产业升级或消费者偏好上升等因素驱动，市场发展空间被显著打开，蛋糕变大了。比如体育、高铁主题。

三是政策或事件的催化剂密集。催化剂可以是重要领导人讲话、政策颁布、订单达成、代表性公司与主题相关的事件公告等，持续升温的催化剂推动主题从强化期走向扩散，并能提升主题强度、拉长周期。比如人工智能主题。

除此之外，如果该主题还时尚新颖、名词高端、弹性大且容易调动市场情绪，那就更好了。

第二，抓住核心驱动力

首先，根据核心驱动力的来源，看下主题属于哪个类别。我们梳理了市场上的所有概念板块。目前A股市场上共有334个概念板块，每个概念板块通常代表一个主题，不过其中有的是大分类的主题，如次新股、新股、物联网、基金重仓、高送转等；有的则是细分类的主题，如鸡产业、智能IC卡、参股宁德时代等等。在这里，我们将334个大小主题进行梳理分类，抓大放小，发现根据驱动力来源的不同，可以分为政策性主题、技术性主题和另类主题这三大类。

政策性主题，是由主观层面政府政策推动形成的投资机会，有的是政策作用于宏观经济总量或结构的边际变化，如国企改革、“一带一路”、粤港澳自贸区、二孩政策等；有的是重要政策的突然颁布，这时需要前瞻性判断它可能的发生时点，如沪港通、科创企业、南北船合并、中国国际进口博览会等。

技术性主题，是看客观技术创新带来的产业升级机会，会改变行业的容量或格局并释放技术红利，如高端制造、石墨烯、5G、云计算、网络安全、工业4.0、3D打印等等。

另类主题，是看市场属性或公司治理表现等方面所形成的机会，如市场属性方面的一线龙头、品牌龙头、中字头、阿里巴巴概念、MSCI概念、证金概念等，以及公司治理表现方面的高送转、破净、预增、扭亏、员工持股、股票回购等。

其次，要看核心驱动力主要体现在DDM模型（股利贴现模型）中的哪项因子，是公司预期现金流、市场无风险利率还是市场风险溢价。主题投资都是通过这三者预期的边际变化来驱动的。

政策性主题若是作用于宏观经济因子边际变化的，更多的是逻辑推演导致的公司现金流预期发生变化，影响较为深远，形成市场合力所需的时间也较长，但有趋势性。若重要政策是突然颁布的，更多的是信息反应导致的风险偏好发生变化，影响更为急促，容易迅速形成合力而爆发性强，但主要是短期行情。

技术性主题是现金流预期和风险偏好的变化兼而有之，所以呈现趋势性波动特征，是阶段性行情。同时，这也算长期主题行情，所以往往需要业绩支撑。

另类主题更多来自信息反应导致的投资者风险偏好发生的变化，所以其影响一般更为急促，容易迅速形成合力而爆发性强，主要是短期行情。

第三，确定投资周期

主题周期有长有短，无论是长期资金还是短期资金，都可以找到相对应的参与机会。一般说来，主题周期比经济周期短，并且还会跟业绩、催化剂甚至市场信心相关。时间跨度上有三种。

一是长周期，时间跨度一年以上。长周期即掌握投资大趋势，一般体现在上市公司业绩上，但它大程度上是一种边际思维，业绩和股价不会对等，比如人民币升值、消费升级、进口替代等主题。

二是中周期，时间跨度3个月到12个月，如垄断行业管制放松、沪港通等。

三是短周期，时间跨度3个月以内，如厄尔尼诺事件、流行疾病、世博会等。

第四，选择好的主题标的

同一主题下驱动力大致相同，所以主题标的组合数不宜过多，这样既能得到资金的聚集，也能适当分散风险。在具体标的选择上，有三个抓手。

一是抓龙头。龙头就是和主题相关性最强、辨识度高、代表性高、直接受益于主题的标的。这样主题行情到来时，由于两者紧密联系，市场能第一时间反映出主题的受益标的。主题行情都是从龙头逐步向次强的标的扩散的，而其中若兼备强稀缺性，那就更佳了。

二是抓弹性大的标的。大弹性标的一般筹码高度分散，机构投资者占比低，自由流通市值小，流通A股占总股本比例低。这样的标的在行情带动下，能够迅速得到资金的聚集效应，并且在羊群效应下股价不断推升。相反，机构持股集中的标的，机构间博弈成分较大，就不易形成股价上涨的合力，也难以把握退出的时点。

三是抓历史上受此主题刺激涨幅高的公司。最近一次受到该主题刺激涨幅最大的标的，当主题再次升温时，往往会再次成为领跑该主题的龙头股。

第五，选择好的投资时机

做主题投资有两个最佳时期。

一是流动性上升期。中长期主题投资行情大概率处于货币流动性从偏紧变为宽裕的拐点或上升区间。短期主题投资行情与货币流动性关联度不强，但强增长拐点峰值可作为领先指标，M1（狭义货币供应量）增速穿破12月同比增速变化移动平均线时，可作为布局时点。简单说，货币流动性M1上行区间有利于主题投资，而流动性收缩阶段则不利于主题投资。

二是风险偏好上升期。市场风险偏好上升代表投资者更积极地寻求股价上涨而忽视下跌的风险，股价有超越内在价值的发展趋势。这时候也是主题投资获得超额收益的最佳时期。比如在2009—2010年、2013年下半年主题投资的繁荣，很大程度上就是受到市场风险偏好上升驱动的。

应注意，股市不同阶段主题行情的持续性表现并不一样。一般说

来，在经济转型和股市中枢上移期间，容易出现长期主题行情；在股市大幅上扬期间，容易出现中期主题行情；在股市横盘震荡期间，容易出现短期主题行情；而在股市单边下跌时，主题投资难寻佳绩。

在具体标的投资时机上，应在某一主题的投资逻辑被市场认识并逐步形成一致性预期的前期介入。下面按之前的三个类型来具体解说一下。

一是政策性主题，在宏观总量或结构变动的前中期布局。若是重要政策突然颁布型的，更需要前瞻性布局。若政策是作用于宏观总量或结构的边际变动，那变动的过程不会一蹴而就，而是不断积累的，它对公司的现金流、市场的无风险利率和风险溢价的影响往往借助于逻辑推理，而消除逻辑分歧导致的超预期需要较长时间，市场形成合力的过程较慢。所以，这种主题的成长空间较大，但投资周期较长，对时间点的要求也较为宽松，前中期布局皆可。但也有很多重磅政策是突然颁布的，这样产生的超预期到消除恢复常态的时间较短，也就是市场合力形成非常迅速，投资周期也较短。这时就需要抓住政策偶然背后的必然性，抓住线索进行前瞻性预判了。而该政策引起的波澜，也需要不断有催化剂释放，才能使主题不断扩大空间，提升持续性。

二是技术性主题，在新技术使行业出现拐点的初期布局。成功的技术性主题的走势分三个阶段：先是认识期，某项技术实现了突破，并且可以初步商用，政府扶持政策出台，市场对于行业的预期初步发生变化，受益股票估值见底回升；再是强化期，新技术下的新产品正式普遍商用，行业拐点出现，订单开始增长，市场对行业发展变化的前景预期进一步升温，受益股估值大幅扩张；最后是扩散期，新技术使行业市场空间实现了扩展或结构性改变，受益股业绩大幅增长，估值水平见顶回落。技术性主题主要应区分不同技术路径的优劣势及未来可能的变更，还要消化技术从不成熟到成熟这一过程中的各种辗转，以及是否能大规模商用或形成技术壁垒，使得行业发展出现大的变化。所以它的投资周期一般是中长期，市场形成合力的过程适中，在技术使行业形成拐点的初期布局为佳。

三是另类主题，在事件发生前期进行前瞻性布局。无论是市场属性还是公司治理表现方面的特征，比如龙头股主题和高送转主题，它们行情的兴起更多是某导火线发生后，投资者对具有这类特征的主题风险偏好迅速发生变化而形成的，所以在导火线事件发生前期进行前瞻布局为

佳。

第六，选择好的退出时点

只有退出才会把账面价值转换为实际财富。相比于选择好的投资时机，选择好的退出时点在某种程度上可能更为重要。我们在做主题投资时，在4个时点退出可能比较好。

一是逻辑被证伪时。比如政策低于预期、业绩低于预期、行业竞争格局被改变等。

二是龙头见顶时。主题龙头见顶往往预示主题行情即将结束。因为龙头最能体现主题的核心逻辑，它的见顶下行有着预警作用，会降低主题新参与者和存量资金的风险偏好。

三是主题内部标的关联度均值见顶时。同一个主题下的不同股票，有着共同的核心驱动力，而若标的间的关联度见顶下降了，也就说明背后共同的驱动力出现了问题，或者市场情绪至顶，产生了逆反心理。

四是催化剂弱化时。这点尤其体现在政策主题与另类主题这两类中，体现在事件驱动刺激的情况。催化剂事件发生前投资者风险偏好升高，羊群效应带动板块增量资金流入，事件发生后获利了结，投资者风险偏好降低，行情往往告一段落。所以，若是纯事件驱动刺激的，它们的退出时点反而是在事件发生前一刻。比如当年的杭州亚运会主题行情，在杭州获胜当选后戛然而止。

总结一下。主题投资是对有同一类属性指标、受相同催化剂驱动的上市公司进行分类，根据核心驱动力的变化调整投资方向及敞口的投资方式。做好主题投资需要6步走：一是选择好的主题，二是抓住核心驱动力，三是确定投资周期，四是选择好的主题标的，五是选择好的投资时机，六是选择好的退出时点。

十大政策主题：混改和大湾区以外的投资机会

我们每天都会听到很多政策，但并不是每个政策都能催生相关的投资主题。一般来说，有价值的投资主题得具备以下三个条件。

第一，中央自上而下推动，具有战略意义。每年政府都会颁布成千上万的政策文件，其中一定会有主次轻重。最重要的大部分是中央自上而下推动的，更有利于打破阻力，加快落地。举个例子，建立雄安新区、设立科创板都是中央自上而下推动的政策，落地速度不仅远超市场想象，甚至可能相关的地方政府和部门都没有想到。而一些只是地方一厢情愿的政策，可能落地起来就会慢一些，比如我们经常听到某某地方要升格直辖市，某某地方要修跨海大桥，最后都被证实是传闻。

第二，现实问题倒逼。现实中暴露的问题越多、越严重，改革的必要性和紧迫性越强，这个政策就越可能加快落地。2019年推出的科创板，包括交易所、券商等很多业内人士都没预料到，其背后的原因就是现实倒逼，大量像小米一样的优质独角兽企业被迫到中国香港地区、到美国去上市了，再不改像喜马拉雅这样的独角兽也只能出走了。

第三，符合大多数人的利益。很多人会对政策提出各种各样的建议，但可能只符合一小部分人的利益，而违背了大多数人的利益，这种政策往往也难以达成改革的共识，推进起来比较费劲。比如富人希望资本账户开放，以便转移资产或者进行海外投资，而大部分人并没有海外投资的需求，相反他们更希望人民币汇率稳定，购买力越强越好，所以我们对资本账户开放一直比较谨慎。

根据这些条件，我们对众多的政策主题进行了筛选，在这里我讲10个比较重要的政策性主题，每个主题主要讲三方面内容：是什么，为什么重要，如何围绕这个主题做投资。

第一个主题：国企改革

从2013年党的十八届三中全会新国企改革拉开序幕，到2014年“四项改革”初次试探，再到2015年“1＋N”政策体系的形成、到2016年十项试点的深化、到2018年3月“双百行动”政策的全面加速推进，直到2019年中共中央十九届四中全会召开，会后国企改革发力明显。通过全流程回顾可以发现，整个国企改革已经从顶层设计、政策细化到目前加速推进，重要领域率先取得实质性突破。

在这一过程中，国企改革也从过去单纯的资产重组整合层面，深化到了混合所有制改革这一核心。混改，简单说就是国有企业引入民间资本。最典型的一个是中国联通，首批混改试点后，联通先后引入了百

度、阿里、腾讯和京东等14家战略投资者，并进行深度合作，结果公司的盈利大幅逆转提升，净利润增速从过去的–96%提升到第二年的176%，而股价在这期间也增长了一倍。再就是中石油、中石化混改升级。之前中国资源交通集团就已与中石油签订了协议，取得了在超过840家加油站建设经营充电站的权利。也就是说，混改之后，我们所熟悉的加油站以后可能不仅仅提供加油服务了，它可以做更多，未来甚至可能搞渠道销售、广告宣传等。

混改是从2016年才开始有实质性进展的，后来又逐渐发酵。2018年7月，国务院副总理刘鹤兼任了国务院国企改革领导小组组长，这也意味着混改被正式提上了日程。按照国务院印发的混改意见，国家是要分类、分层地推进国企混改，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信和军工这七大领域进行改革并试点。截至2019年年底，已经有四个批次超过200家试点企业。最新的第四批混改试点企业共160家，其中，中央企业系统107家，地方企业53家，不局限于以上7个重要领域，也包括具有较强示范意义的其他领域的国有企业。当时股市中很多相关股票如中国海诚、太化股份等受消息影响，都直接涨停。

目前，各省份的混改进度在按计划稳步推进，并且呈现出不同的特色。具体的大家可以去查看各省份的政府工作报告，在这里我们仅举几个重要例子来说明下：一是上海，过去的国企整体上市或核心资产注入是第一阶段，现在的联合重组和股权激励的方向是二次混改。二是广东，最大特色是产业投资基金的推动，其中广州基金有数千亿的规模，先后与广州建筑、广州地铁、广州万宝集团和广州纺织集团这四家国企签署了国企混改基金战略合作协议。三是北京，主要是在新能源、技术检测、建筑设计和文化创意这四大领域推动员工持股试点。其他省份和地区，混改的进度和特色都各不一样，在这里就不再一一列举了。总体来说，沿海、长三角地区的国企改革步伐较快；东北等地的政策力度较大，但主要还是在补短板；北京、山东等地逐渐形成了示范效应。投资者跟随地方混改的进度和特色，提前布局，然后静待政策利好的释放，这样就能抓住这一主题的投资机会了。

第二个主题：粤港澳大湾区

粤港澳大湾区是由香港、澳门两个特别行政区，加上广东省的广州、深圳、珠海等九个城市组成的城市群，未来有望比肩纽约湾区、旧金山湾区和东京湾区这三大湾区。

大湾区从推出之际就上升到了国家战略层面，之后事件催化剂不断。最初是在2017年3月时，全国两会政府工作报告首次提出，要研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。然后这个概念迅速升温，受到社会各界的广泛关注。发展到2018年8月，粤港澳大湾区领导小组成立，国务院副总理韩正任组长，人才和资源也都已经到位。在政策不断支持和基础设施逐渐完备的背景下，预计大湾区建设将进一步加速。

投资机会上，大湾区有三条主线：一是粤港澳三地政府不断出台政策规划，推进连接三地的轨道交通建设，推动“粤港澳一小时生活圈”；二是未来高新技术产业和金融服务业的发展将带动大湾区的产业科学划分，优化产业格局；三是随着湾区建设，越来越多的人才涌入大湾区，配合三地政府推出的各项居住福利政策，湾区房地产业会迎来较大发展机遇。

第三个主题：军民融合

军民融合本质上是对军、民两个领域资源的合理配置和充分利用，是一个国家经济社会发展和国防军队建设的必然。我国军民融合的实施方式主要包括军转民和民参军两种模式。军转民就是指军用技术民用化。举个例子，现在几乎所有手机都搭载了GPS（全球定位系统）功能，但它其实最早来自军用。还有我们生活中常见的冻干食品、压缩饼干、记忆枕头等，背后都有军用技术的影子。民参军就是指民营资本参与军工研发生产，它们在通过国军标认证后，取得给军工企业配套的机会。以前从没听说过私人可以插足军队的生意，但现在不一样了，小到军用的服装、手电筒，大到武器装备，都可以有民营企业参与。

2015年3月13日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平首次提出，要把军民融合发展上升为国家战略。2017年1月22日，中共中央政治局决定设立中央军民融合发展委员会，从而确立了管理核心。所以目前的军民融合建设还是政府起主导作用，其他机构配合辅助，企业、大学和科研机构是创新主体，中介机构和金融机构是服务主体。我相信，未来这个领域还会有很多增量的配套改革出台，比如已经有很多人关注的院所改制等等，而这些改革政策都将有助于股市中军工企业的利润释放和估值提升。

在具体投资方面，有两条主线：一是国产化替代。首先是军转民领

域，民用市场大的军工高技术企业将享受到政策红利，商业航天和通用航空等高技术的重点领域会率先突破。其次是民参军领域，民参军的军工市场份额持续提升，那些符合行业空间大、国产化占比低但刚需强劲的板块收益最大，比如军用半导体、军用碳纤维和军用自动测试装备等。二是央企龙头。符合“市场化程度高、核心资产占比高、最受益产业链业绩释放”这三个标准的龙头公司股票较好；而在未来院所改制时，航天、电科、中航系上市公司中，资产注入弹性大、可操作性强的股票较好。

第四个主题：特色小镇

2016年7月，发端于浙江的“特色小镇”正式成为我国新型城镇化战略的重要路径，开始在全国推广。它是指在大城市周边或农村集聚区，以建镇或现有村庄为基础，逐步形成一种以特色产业为核心的小镇。特色小镇的类型有很多，在这简单讲五个主要类型：一是历史文化型特色小镇，如北京古北水镇、茅台酿酒小镇、龙泉青瓷小镇等；二是城郊休闲型特色小镇，如安吉天使小镇、小汤山温泉小镇等；三是新兴产业型特色小镇，如余杭传感小镇、西湖云栖小镇等；四是特色产业型特色小镇，如平阳宠物小镇等；五是金融创新型特色小镇，如上城玉皇山南基金小镇、乌镇互联网小镇等。

这些特色小镇有四个特点：一是以市场化方式，将经营特色产业和人聚集过来，比如金融、互联网、专业加工等产业及其从业者；二是地方远离大城市中心区；三是成本相对低廉，没有过高的房租和管理成本，在低成本优势下形成产业集聚；四是经历十几年积累后形成一定规模，开始辐射全国，甚至走向世界。

为什么看好特色小镇？原因有两个。一是未来市场规模很大且较为明确。2016年7月住建部、发改委、财政部三部委联合宣称，计划到2020年建成1000个特色小镇，单个小镇投资规模平均50亿元，市场规模近5万亿元。截至2019年10月，已建、在建的特色小镇已经超过2000个。二是各级政府都支持，政策红利不断。截至2017年年底，全国共发布特色小镇相关政策192个，其中国家层面共发布27个，省级政策93个，市级政策72个。2019年3月，发改委印发了《2019年新型城镇化建设重点任务》，在总体要求中提到要支持特色小镇有序发展。上下齐心协力，政策执行更容易贯通，不断的配套政策支持释放红利，会稳步推进特色小镇的建设。

特色小镇的投资方向有三个：一是双创小镇。与智造、科技高度相关，主要集中在科技创新和现代服务业相对先进的沿海发达城市。二是大健康方面。如现代医疗医药、生物工程、养生养护养老等，都是各地区市场需求远未得到满足的领域。三是农业方向。特色小镇依托建制镇来发展，农业制造、农业科技、农业服务等必将大有可为，也更容易得到政府支持，因为这是最贴近乡镇和农村的领域。

第五个主题：雄安新区

雄安定位千年大计，战略地位史无前例。作为继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，未来发展潜力巨大。

雄安新区的“1＋3＋54”规划体系已逐渐清晰。具体进程方面，根据中央部署，到2020年，雄安新区对外骨干交通路网将基本建成，起步区基础设施建设和产业布局框架基本形成，雏形初步显现；到2030年，建成绿色低碳、信息智能、宜居宜业，具有较强竞争力和影响力，人与自然和谐共处的现代化城市。

具体投资方面，有三个投资机会：一是区域内具有土地资源储备的相关公司，土地储备升值潜力巨大，相关公司最为受益；二是区域基建链，雄安地区基础设施较为落后，大规模基建必不可少，当地的基建链公司会充分受益；三是后期智慧城市、人工智能相关的试点机会。

第六个主题：美丽中国

这个概念是在2012年年底党的十八大报告中首次提出的，之后党的十九大报告中又明确要求“加快生态文明体制改革，建设美丽中国”，并设定了在2035年基本实现美丽中国的时间表。它的主要内容包括推进绿色发展，着力解决突出的环境问题，加大生态系统保护力度，以及改革生态环境监管体制。

过去的粗放式发展使我们的环境越来越差，大家体验最深的就是雾霾，经济发展了，但出门却要戴口罩了。相信那时候几乎每个人都希望天空是蓝色的，空气是新鲜的。面对这个诉求，我们也看到国家越来越重视绿色生态了，一系列环保政策不断推进。美丽中国已经成为中长期重要国策，国务院陆续出台了“三个十条”，也就是大气十条、水十条和土十条，对相应的污染提出了治理时间规划；全国人大也颁布了新《环保法》。除了一系列行政法规和顶层方案，还有很多具体落实层面的，

比如大家可能有所耳闻的环保限产。2018年4月，环保部正式更名为生态环境部，5月又召开了7年一次的全国环保大会，定位生态文明是民族发展的根本大计。总的来说，这是个确定性的长期政策主题机会。

落实到具体投资，美丽中国的核心有三个方向：一是能源结构。比如能源的高效利用和清洁供给等，要促使非化石能源逐步成为重要能源。这样就会对非化石能源、电动汽车和天然气领域形成利好。二是限污。落后产能出清，改善行业的供需关系和调整价格等。这也就会对基础材料、化工和环境监测方面造成影响。三是治污。也就是修复已经污染了的环境，比如大气治理、污水治理和固废治理。

第七个主题：乡村振兴

乡村振兴战略是十九大报告中首次提出的，后来稳步推进，并与精准扶贫相辅相成。2017年年底，中央农村工作会议又明确了“三步走”的时间表：到2020年，乡村振兴取得重要进展，制度框架和政策体系基本形成；到2035年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现；到2050年，乡村全面振兴，农业强、农村美、农民富全面实现。2018年，中央一号文件、中共中央政治局会议都强调了要实施好乡村振兴战略。9月26日，国务院还出台了第一个五年规划，为具体落地提供了方向。几天后，财政部也提出公共财政更大力度向“三农”倾斜，为其发展提供了财政资金支持。也就是说，乡村振兴已经到了具体落地的阶段。

根据规划中的五个细化指标，后续政策的着力点会更明确，可能有三个方面的投资机会：一是农业科技，粮食综合生产率以及农业科技进步贡献率这两个指标提升的背后是生物育种以及化肥效率等技术的突破；二是农业机械化，提高农民的劳动生产率，需要农业机械化运作和智能农业发展；三是休闲农业，休闲农业和乡村旅游接待人次这个指标预示着农村生态环境以及休闲旅游业有望迎来利好。

第八个主题：“一带一路”

2013年10月，习近平主席提出共同建设“21世纪海上丝绸之路”。自此，“一带一路”就走进了大家的视野。而大家可能不知道的是，近几年我国的“一带一路”相关领域已经取得了不少进展。根据商务部统计，2019年，我国企业在“一带一路”沿线对56个国家非金融类直接投资150.4亿美元，占同期投资总额的13.6%。对外承包工程方面，我国企业

在“一带一路”沿线的62个国家新签对外承包工程项目合同6944份，新签合同额1548.9亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的59.5%，同比增长23.1%。

“一带一路”的定位、性质及背后的逻辑，我在这里就不赘述了。在当前中美贸易纠纷持续升级、全球商业环境动荡的背景下，保证“一带一路”的稳步推进可能尤为重要。“一带一路”沿线国家产业结构有所差异，经济互补性较强，在美国孤立主义抬头之际，有助于对冲风险，开拓新的贸易渠道。此外，基础设施联通和国际产能合作是“一带一路”建设的重要引擎，对消化国内的过剩产能、化解债务风险也有一定的积极影响。

落实到具体投资上，重点可放在我国具有优势的项目上，比如高铁、核电和基础设施等。截至2020年1月底，中国已同138个国家和30个国际组织签署了200份共建“一带一路”合作文件，其中包括37个亚洲国家和44个非洲国家。值得一提的是，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛于2019年4月召开，使这一主题的热度再度升温。而这一主题在2018年春季时也获得了巨大涨幅，其中重点公司如天山股份、厦门港务和北方国际在2月至4月底的最大涨幅达到64%、46%和32%。

第九个主题：健康中国

党的十九大报告中指出要实施健康中国战略。要完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务。健康中国包括食品安全、药品安全和医疗服务等内容。我们都说，身体是革命的本钱，没有健康，再多的财富都没有意义。

而无论是人为的毒奶粉、假疫苗，还是客观的看病难、普遍的亚健康等，都显示出当下中国国民健康问题的严峻性。而这些问题，都是需要解决的。此外，我国人口老龄化越来越严重了，这就预示了医疗服务和健康需求是未来巨大的刚需，但是以当前水平看，却远不能满足这个需求。当下中国健康产业占GDP的比重不到5%，发达国家占比是10%以上，差距很大。所以，国民医疗健康问题一直是政府关注的重点，后来甚至还上升到了国家战略层面。2016年国务院发布了《健康中国2030规划纲要》，明确提出健康服务业总规模在2020年要超过8万亿元，2030年要超过16万亿元，成为国民经济支柱性产业。近几年，健康医疗行业的支持政策不断涌现，比如仿制药一致性评价，医保的药品名录扩

容等，这就基本解决了电影《我不是药神》中的天价药问题。还有很多通过金融扶助、场所保障、财政补贴等方式支持养老产业的政策。

健康方面的投资机会，有三个值得关注：一是医疗产业，医疗资源建设、医疗信息化建设、医疗大数据等都会有所发展；二是和老龄人口相关的养老产业；三是健康消费方面的产业，如保健、户外运动、食品安全、新型功能饮料等。

第十个主题：科创企业

2018年11月5日，习近平主席在中国国际进口博览会上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。在某种程度上，这是中国资本市场增量改革的重要里程碑。受这一消息刺激，二级市场创投概念股集体大涨，如创业黑马、九鼎投资、鲁信创投等。接连几天，创投板块的股票持续上演涨停潮。投资它们的股民应该都收获颇丰。其中的原因是，科创板的推出对于整个创投行业来说是个非常重大的利好。在过去，创投机构投资的很多新科技企业一直受制于传统IPO门槛而无法上市，或要等很久才能上市，但之后却可以更便捷、更容易地通过IPO来退出获利了。试点注册制后，科创板有望变成真正的中国版纳斯达克。

除了对创投行业利好，科创板的试点注册制，其实更是政府与监管层对新经济产业支持的一种重要体现。鼓励新兴产业创新发展，税收减免、产业基金、研发费用加计扣除等，一系列政策大礼包加速推出，科创板更是为企业直接融资提供了渠道和便利。简单说，未来能上科创板的新经济企业会大有可为，短期备受瞩目。

总结一下，有价值的政策主题得具备三个条件：第一，中央自上而下推动，具有战略意义；第二，现实问题倒逼，现实中暴露的问题越多、越严重，改革的必要性和紧迫性越强，这个政策就越可能加快落地；第三，符合大多数人的利益。

根据这些条件，我们筛选了10个比较重要的政策性主题：第一个主题是国企改革，要重点关注混改的进度和各地区的特色；第二个主题是粤港澳大湾区，有望比肩纽约、旧金山等世界级城市群，未来建设将会提速；第三个主题是军民融合，军转民与民参军领域值得关注；第四个主题是特色小镇，空间大而且明确，政策红利稳步推进；第五个主题是雄安新区，千年大计，不容忽视；第六个主题是美丽中国，能源结构与

环境治理值得关注；第七个主题是乡村振兴，农业科技、农业机械化和休闲农业发展前景较好；第八个主题是“一带一路”，中国传统优势领域会有机会；第九个主题是健康中国，医疗、养老和健康消费潜力巨大；第十个主题是科创企业，科创板推出，创投公司迎来利好，未来的科创企业值得期待。

十大技术主题：不止人工智能和VR/AR

技术是一个国家生产力的核心驱动力之一。我们所谓的人生发财靠康波周期，实际上指的也就是技术周期。在股票主题投资中，中长期的技术性主题值得关注。

一般说来，有价值的技术主题往往具备以下条件：一是影响力够大。每年申请专利的技术数不胜数，但技术创新有大有小，只有对未来社会和生活带来巨大变革的技术才会蕴含丰厚的投资机会。二是存在大规模商业应用的可能。实验室中的技术无法直接成为财富，需要产业化落地才行。而且有的技术压根就商用不了，比如说原子弹。三是这个技术目前处于应用阶段。一项技术从脑海里的想法，到开发，再到应用，是个漫长的过程，而股市投资需要避免成为先烈。当然有此情怀的投资者例外。

根据这些条件，我们同样筛选了10个比较重要的技术主题，每个主题主要讲三方面内容：一是什么、为什么好，二技术的产业链是怎样的，三如何围绕这个主题做投资。

第一个主题：**5G**

5G是指第五代移动通信技术，是4G的延伸。4G的下载速度是每秒120兆，后来通过载波聚合技术可以提高到每秒300兆。而5G理论上的网络速度是4G的百倍，传输下载速度可以高达每秒20千兆。到时候，眼睛眨一下，手机大型游戏就下载好了；再眨一下眼睛，很多照片、视频等大体积文件就备份下载完成了，大家再也不用等得花儿都谢了。5G的意义还不仅于此，就如高通在其网站所宣称的，5G的革命意义可与汽车和电力相比。在它的基础上，万物可以形成连接，全移动和全连接的数字化社会有望形成。而5G在其中充当什么作用？我打个比喻大家就知道了。

这就像路一样，过去是乡村田野小道，在这上面只能走路、骑自行车，顶多开个小摩托。但5G一下子就变成了非常宽广的高速公路，这样不仅可以小汽车开起来，跑车飚起来，而且还可以容纳很多很多主体，不再受到限制，自由自在地进行各种各样的活动。“要致富，先修路”，说的就是这个道理。

全球都重视5G，那现在各国的进度是怎样的呢？2019年7月中旬，有31个国家的54家移动通信设备商已经宣布在其现网中部署了符合3GPP标准的5G技术。目前全球5G运营商中、美、韩是相对领先的三个国家，我们分别来对比一下。韩国三大运营商2019年4月正式开启5G网络，是全球第一个商用5G的国家。截至2019年三季度，韩国5G用户已达到318万人，占全球5G总用户的63%。中国于2019年6月发放5G商用牌照，于2019年10月启动5G商用，已迈入5G商用元年，2019年9月底已建成5G基站8.6万个，2019年11月底已开通5G基站11.3万个。美国5G加速Sub6G频段的建网预期，2020年2月宣布将计划释放C–band中280MHz带宽频谱资源用于5G建设。根据OVUM[1]预测，受限于频谱和成本，到2021年底美国5G用户或达3000万。

产业链上，5G按照进展可以分为建设期、运营期和应用期三个阶段。建设期涉及6个部分：一是天线设备，包括基站天线、射频器件和光模块；二是基站设备；三是小基站；四是传输设备，包括软件定义网络（SDN）或网络功能虚拟化（NFV）、光模块和光纤光缆；五是光通信设备；六是网络工程建设。运营期主要是网络优化及运营。应用期主要涉及终端配件、手机终端、三大运营商及各种应用场景，如物联网、车联网、云计算等。

5G带来的投资机会有很多。2020年是中国5G网络建设的关键年。3月4日，中共中央政治局常务委员会会议召开，会议指出，“要……加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，工信部、运营商加速贯彻落实。3月6日，中国移动发布了2020年5G二期无线网主设备集中采购公告，正式启动28个省、自治区、直辖市超20万个基站的采购招标，拉开2020年5G大规模建设的序幕。中国联通已经启动了智能城域网系列集采，华为、中兴两家中标金额合计近4亿元。预计随着三大运营商5G集采的陆续展开以及各省恢复网络施工，5G将迎来一轮建设高潮，利好从芯片、网络到应用的整个产业链。

第二个主题：大数据

数据是未来的黄金，大数据绝不仅仅是一个概念，更是一个重要的新产业。2019年12月11日，国家工业信息安全发展研究中心发布了《2019中国大数据产业发展报告》，截至2019年，大数据产业规模超过8000亿元，预计到2020年年底将超过万亿元。而工业大数据产业规模到2019年有600多亿元，到2020年复合增长率将达到50%以上。

大数据的产业链主要分三块：上游数据来源、中游数据管理分析和下游数据应用。我们分别来看：第一，数据来源。目前政府、BAT、运营商等是当前中国大数据的主要拥有者，另外，也有些稀缺标的公司在细分领域拥有入口资源。第二，管理分析。数据管理包括数据集成、存储和安全等环节。其中，存储是支撑环节，参与者以传统数据库企业为主；安全是重要保障，涉及各个领域。数据分析挖掘是产业链中最核心的部分，其中算法方面主要受益于人工智能、神经网络算法等。第三，数据应用。目前大数据已经渗透到政府、电信、金融、医疗、物流等多个领域和行业，比如我们非常熟悉的今日头条，就是大数据在媒体行业的应用。

总的来说，数据是行业发展的源泉，存储是支撑，安全是保障，分析是核心，应用是价值实现。所以这几块都会有不错的机会，可以多加关注拥有特殊位置入口资源的公司、大数据搜集分析并提供方案解决的公司和大市场的细分应用领域的龙头公司。

第三个主题：人工智能

人工智能已经嵌入多个生活场景，未来有望引爆下一轮技术革命，使人类生活变得更美好。但也有争论担心人工智能会带来无穷恶果，比如霍金就曾说过：“人工智能可能毁灭人类。”人工智能让人类永生还是毁灭，在此我们暂且不谈，但毋庸置疑的是它非常重要，现在处于快速发展阶段。

根据国务院的规划，2020年、2025年和2030年中国人工智能核心产业规模会超1500亿元、4000亿元和1万亿元。无论是国外的科技巨头还是国内的互联网巨头都在布局人工智能全产业链。

产业链上，人工智能分基础层、技术层和应用层三块。基础层包含硬件和软件，分别提供算力和算法框架。目前中国企业尚未深度涉足基础层，芯片研制和生产以及算法框架设计基本由国外巨头垄断。技术层

致力于解决具体类别问题，语音识别、自然语言处理和计算机视觉是主要方向，而识别准确率等指标是重点。应用层是将技术运用于商业场景，模拟人类来解决实践问题，比如人工智能＋医疗、人工智能＋自动驾驶、人工智能＋家居、人工智能＋安防等。目前人脸识别认证、安防视频搜索和智能音箱已趋于成熟，比如华为手机、苹果手机早就有了人脸识别功能，而自动驾驶、医疗影像诊断等产品还处于探索期。

具体落实到投资机会上，有两条主线。一是长期产业层面。2017年年底，首批四家国家新一代人工智能开放创新平台正式确定，分别是依托百度建设自动驾驶平台，依托阿里云建设城市大脑平台，依托腾讯建设医疗影像平台，依托科大讯飞建设智能语音平台。在这四个领域，我国已走在世界前列，未来有望迎来高速发展。二是短期股市层面，焦点更多在于人工智能落地的节奏与方式。从产业化落地进程来看，目前C端消费品相关应用的爆发时点还没有到来，主要是G端政府和B端企业这两个场景降低成本、提高效率的实际需求，所以这两块有望率先受益。

第四个主题：**VR/AR**

VR/AR，又叫虚拟现实、增强现实。虚拟现实就是用电脑模拟出虚拟世界，但让人有真实的感觉，比如很多大商场里的VR游戏设备，可能很多朋友就曾体验过。而增强现实则是将虚拟的信息应用到真实世界，真实的环境和虚拟的物体实时叠加到同一画面空间，比如过去曾火爆一时的《精灵宝可梦Go》（*Pokémon Go*），也就是口袋妖怪手机游戏，很多年轻人当时满大街搜集宠物小精灵。

2014年到2016年上半年是VR/AR产品的爆发式增长期，但后来就一蹶不振，逐渐回归平静了。主要原因是体验差，感觉没我们想得那么好。然而，2020年会是我国5G应用爆发之年，5G将会为VR/AR提供基础技术保障，使它在技术上走向成熟，体验感获得提升，从而助力VR/AR产业重回上升通道。比如腾讯就公开声称要开发VR版的微信了。

产业链方面，VR/AR主要分四块：一是硬件，包括头戴设备、移动硬件，以及设备中的关键部件，如手势感应、眼球追踪部件等；二是关键程序开发，比如视频处理引擎、相机捕获等关键程序的开发；三是应用程序，比如手机游戏等；四是分发，比如各种影视娱乐公司。

围绕VR/AR主题，投资机会有两条主线：一是硬件设备随着5G逐渐

商用，有望明年开始普及。这样，设备器件的市场份额将逐步提升。二是软件应用会紧跟其后。国内消费市场内容应用目前相对匮乏，仅在游戏和电商领域有所起步，后续在各行业的渗透度有望进一步提升。

第五个主题：信息安全

随着未来大数据、人工智能、物联网等的发展，数据信息的安全将会是重中之重。而各种数据泄露的新闻也暴露了这一领域的欠缺与不成熟，比如国外的脸书（Facebook）数据泄露事件，以及国内的顺丰3亿条数据在暗网出售等。相信很多朋友都收到过陌生推销电话，原因无非是电话号码被泄露了出去。而未来随着数据作用的凸显，信息安全也会越发受到重视。

投资逻辑上，这个主题有三大驱动力：首先是政策驱动。我国对网络安全做出了四次顶层设计，信息安全已经上升至国家战略。其次是需求驱动。政府、电信、金融等传统领域和云计算、物联网等新兴行业对信息安全需求很大。2018年，中国网络信息安全市场整体规模达到了495.2亿元，增长率为20.9%，该增速远超全球网络信息安全市场规模增长速度，预计到2021年有望突破900亿元。最后是集中度提升驱动。中国信息安全市场竞争格局高度分散，前五名厂商的市场占有率合计为29%左右，而全球市场为44%左右。

信息安全的产业链主要分成两部分，一是信息安全产品、服务提供商，其中又可细分为安全硬件、安全软件和安全服务三个小类。二是安全系统集成商。

若想投资信息安全主题，有三个领域值得关注：一是云安全，包含云计算本身的安全，以及把云计算技术应用于安全领域，比如基于云计算的防病毒技术等。二是物联网设备数量增加带来的安全需求。未来万物互联，但智能汽车、医疗设备等终端的严重漏洞正在暴露，以密码技术为核心的信息安全技术是物联网普及发展的基础。三是大数据安全分析。未来，面对海量安全数据，传统的集中化安全分析平台遇到瓶颈，这就需要开发专门的大数据安全分析平台。

第六个主题：物联网

互联网是通过通信技术把人与人在信息上进行连接，而物联网则是物物相连的互联网，是把物品产生的海量数据接入网上，从而实现物品

与物品，人与物品的连接。简单说，就是通过信息与计算创造一个万物互联的世界。试想一下，未来，当你工作了一天，走到门前，门开了，接下来，灯也开了，甚至拖鞋也自动来到你的脚下，一切都是那么自动与贴心。当然，要让大家实现这个场景还需要很长一段时间。

物联网主题的推动力有六个：一是政府支持。各国政府包括我国都很重视物联网，出台了很多相关政策，比如《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中就明确提出要推动物联网。二是技术成熟。传感器、云计算、芯片等都已经逐步进入成熟阶段。三是成本推动。传感器及带宽成本大幅下滑。根据中国信通院数据，相比10年前，全球传感器价格下降54%，带宽价格下降97%。四是网络建设完成。窄带物联网（NB-IoT）的网络建设逐渐进入尾声。截至2019年年底，我国窄带物联网基站已高达200多万个。五是互联网巨头进场。2018年3月阿里巴巴就宣布全面进军物联网，这将成为它新的主赛道。六是连接数量暴增。根据IDC（互联网数据中心）预测，到2025年，全球物联网设备数将达到416亿台，产生79.4ZB的数据量；全球移动通信系统协会（GSMA）则认为，到2025年全球接入5G网络并实现互联的设备将达到250亿台。总的来说，物联网已从最初的导入期发展至现在的成长期初期。

产业链方面，物联网可分为感知层、网络层、平台层和应用层四部分。感知层负责信息的获取，主要包括二维码、电子标签（RFID）、传感器、摄像头、GPS和物联网芯片等。网络层负责信息的传输，把感知层获取的数据传输到应用层。其中由于大多数物物连接都是低速率要求，所以低功耗广域物联网（LPWAN）是未来方向。平台层是整个物联网的枢纽，处于中央地位，汇集了大量的信息流，集成数据处理并连接到下游的各种应用。应用层就是下游的垂直行业应用，比如智慧城市、智慧物流、智慧农业、工业互联网和车联网等等。

对于物联网主题，有三条投资主线：一是连接会率先受益。万物互联，首先自然是连接，然后才会有其他；二是平台层，居中央枢纽地位，其中“应用使能平台（AEP）”和“连接管理平台（CMP）”最有价值，未来趋势是“端＋平台＋解决方案”这种形式；三是应用层，智慧城市、工业互联网及车联网这三种应用场景有望率先落地。

第七个主题：国产芯片

芯片，又称微电路、集成电路，是指内含集成电路的硅片，体积很

小，但技术要求很高。在日常生活中，芯片和集成电路往往被视为同一概念。中兴事件暴露了我国缺芯、核心技术受制于人的尴尬，而华为麒麟芯片又让我们仍抱有希望。不管怎么说，中国的芯片已经牵动了很多人的心。

具体来看，国产芯片主题的驱动力有四点，一是需求驱动。未来汽车电子、人工智能、物联网等是重要新增驱动力，市场需求很大。二是国产芯片处于发展初期，自给率低。中国芯片需求量占全球50%，有些应用芯片甚至占70%~80%，但国产的自供率只有8%左右。中国每年进口芯片近2300亿美元，超过石油，是第一大宗产品，所以进口替代的空间巨大。三是政策驱动。国家先后出台了《国家集成电路产业发展推进纲要》等重要文件；国家集成电路产业投资基金（简称大基金）截至目前共募集了两期，进行直接投资，二期规模高达1500亿元以上。四是顺应集成电路产业转移承接的潮流。我国半导体产业起步较晚，实力较弱，与世界先进水平差距较大。但现在，中国掀起晶圆厂建厂潮，全球芯片产能向中国转移中，有望带动整体产业链的跨越式发展。

产业链方面，分为芯片的设计、制造和封装测试三个主要环节，此外还有配套的半导体设备和材料两个领域。

国产芯片的投资机会有两个思路：一是跟着大基金进行投资。大基金在承诺投资额占比方面，芯片制造业是60%，设计是27%，封测是8%，装备是3%，材料是2%。由此可见，制造业与设计是较好领域，而大基金仍未投资的细分领域中的龙头尤其值得关注。二是跟着产业链的特点来投资。在芯片设计环节上，美国遥遥领先，中国技术水准相对落后，参与程度较低，全球前十中仅有台湾地区的联发科和大陆的海思、紫光集团。晶圆代工制造属于劳动密集型，其中台积电一家独大，占据近56%的市场占有率，大陆以中芯国际为最高水准代表，但在制程上仍有较大差距。封测环节，中国已达到国际水准，与领头羊差距越来越小，比如长电科技、华天科技等，是很好的突破口。

第八个主题：新能源

说到新能源，我脑海里首先浮现的就是蔚来汽车。2018年9月，它终于到美国成功实现了IPO，也成为中国第一家在美国上市的电动汽车制造商。上市后，公司的总市值飙升到了120亿美元，它的创始人兼CEO（首席执行官）李斌也一下子身家上百亿元了，而这只是一家成立

仅3年多的企业。我们都知道，造车是一件很烧钱的事情，吉利控股的董事长李书福曾说过，没有几百亿、几千亿的投入，想在汽车领域有所作为几乎是不可能的。蔚来汽车能发展这么快速，离不开它背后的支持者。腾讯马化腾、京东刘强东、小米雷军和高瓴资本张磊等顶尖的企业家和投资家都是蔚来汽车的联合创始人，而他们之所以愿意投入这么多资源到这个领域，就是因为这个赛道是光明的。

中国已经连续10年成为世界机动车产销第一大国。截至2019年6月，全国机动车保有量达3.4亿辆，新能源汽车只有300多万辆。而汽车是机动车大气污染排放的主要贡献者。所以，我们遇到了雾霾，戴上了口罩。但幸运的是，国家已经带头打响了蓝天白云守卫战，生态文明、美丽中国成为中国重要战略，新能源汽车也乘风受到了政府的大力支持。购车免税、补贴等大家能切实感受到的政策优惠使新能源汽车产业得以迅速发展。2019年12月新能源车产销分别为14.9万辆和16.3万辆，环比分别增长36.0%和71.4%。随着退坡影响的边际减弱及国家对新能源汽车产业鼓励政策的推出，新能源车发展长期向好的趋势凸显。

当然，这时候有的朋友可能会说：我买了辆特斯拉，现在是冬天，但我都不敢开空调，因为耗电太快了！一辆新能源汽车充完电根本就开不了多久，这事儿太麻烦了！是的，就目前情况来看，新能源汽车的行业高峰似乎已经过去了，电力电池核心仍未取得突破，配套环节也较为薄弱，充电桩仍未能普及。但是，道路是曲折的，前途是光明的。试想，如果新能源汽车能够充电几分钟，行驶几千里，那你还会不买吗？而这些目前仍有的问题，就是未来产业中的投资机会。比如这里的核心——电池问题，有家独角兽企业，叫宁德时代，就是做这个的，2018年6月在创业板上市。该公司年营业额从0到2700亿元，成了全球最大的动力电池公司。目前它的主营业务是动力电池快充，在未来电池技术有望进一步突破的情况下，这家企业值得大家关注。

第九个主题：新材料

2018年9月时，工业和信息化部副部长王江平在第五届中国国际新材料产业博览会上指出，“当前我国正处于工业转型升级的关键期，很多设备、应用都离不开材料的支撑，新材料已经成为制约我国制造业转型升级的突出短板”。有句话说得好，巧妇难为无米之炊，没有材料，很多战略新兴产业就难以实现。目前我国的新材料研发水平比发达国家落后近5年，只有部分金属功能材料和前沿材料在国际上有一定优势，整体

任重而道远。

那么，新材料到底是指哪些材料呢？新材料有很多种，大致可分成三类：第一类是基础材料，比如镁合金、钛合金、工程塑料和合成橡胶等；第二类是战略材料，比如多晶硅、稀土功能材料和碳纤维等；第三类是前沿材料，比如石墨烯、液态金属等。

液态金属是个很有意思的新材料。它是金属却拥有流动的特质，很轻却极为强硬，强度是不锈钢的3倍，而且还具有很高的弹性。有些液态金属还可以在自由空间甚至各种结构的槽道中，按照环境来调整自己的体形和路线，似乎自身具备思考能力、有生命一样。事实上，这种特性已经和自然界中的软体生物相当接近了，而这一发现也曾以封面形式发表在国际权威期刊《尖端科学》上。

这种听着很神奇很玄乎的材料是否只存在于实验室里呢？并不是的。其实，我们身边就已经有很多落地的液态金属产品了，只是形式比较初级而已。比如iPhone手机配件里的那个SIM卡（用户身份识别卡）针就是液态金属做的，现在很多智能手机的取卡针、卡槽等都是用的这个材料，未来可能还会被用在手机的金属中框上。另外，因为有较好的生物相容性，液态金属也被制作成手术刀、人造牙齿、生物传感器等。又因为之前说的“强度、硬度和弹性”三高的特性，很多乐器、耳机、眼镜架和高尔夫球杆的击球面等也会用到它。A股市场上市公司宜安科技就是液态金属应用的龙头企业，2017年的时候生产了液态金属的汽车门锁扣，后来还用到了特斯拉上面。

当然，液态金属的应用肯定不止于此，全球来看它目前也仅仅处于研究初期，未来还有很多可应用的领域，我大致说几个方向。

第一，液态金属能够通过吞食其他金属获得能量，然后不停地奔跑运动。这点如果利用好了，未来可能会产生划时代的动力系统。第二，它在吞食铝的过程中，能去除铝金属表面的氧化膜，产生大量的氢气。这也许会加速氢能源动力时代的到来。第三，它具有超强的导热散热能力。这就可以用来给大功率器件快速散热。过去有很多高科技顶尖装备的研发因为散热问题而屡屡无法实现，而借助液态金属，这些前沿领域，包括量子计算机、大功率卫星部件等的研发能力会进一步得到提升。第四，它还具有很好的导电性能，这可以用在电子产品上。中科院就制造出一台打印机，墨水是液态金属，直接打印电路图，把各种元器

件放在这些打印出来的电路上后，就成了真正的电子产品。这意味着一天时间就能完成电路的所有制作，大大缩短了电子产品的设计研发周期。如果把这些墨水用在某些新型面料上，还会变成智能服饰。

液态金属的应用很广泛，而它只是众多新材料中的一种，管中窥豹，我们可以想象新材料产业未来的前景有多好了。

第十个主题：生物技术

2013年，美国著名影星安吉丽娜·朱莉宣布切除双乳乳腺。她之所以做出这个决定，就是通过基因测序的方式，发现自己有这方面的身体缺陷，属于乳腺癌高危人群。

除了她，还有很多我们熟悉的名人做过基因测序。比如乔布斯，医生早就断言他多活一年的概率不到10%，但他通过基因测序，精准选择肿瘤药物，结果多活了7年。还有郑秀文，通过基因测序发现自己有不易胖的基因，做运动更容易瘦，但体内缺乏某种维生素。陈小春也给他儿子做了这个检测，结果发现小孩在音乐方面的天分很高，他打算在这方面多加培养，让小孩扬长避短，赢在起跑线上。通过基因测序，我们可以发现身体的很多奥秘。尽管目前这项技术还有很多不成熟之处，但感兴趣的朋友已经可以进行初步尝试了，部分消费级的产品服务大家甚至可以在天猫这种网购平台上购买，进行尝试体验。

基因测序技术在逐渐普及，它的产业链就会发展较快。产业链上游主要是测序仪器和试剂的生产。但可惜的是，这方面的技术壁垒非常高，目前已经基本被国际巨头主导了，国内企业与之差距很大。下游是基因测序服务，主要是科研测序服务、生育健康诊断、肿瘤基因检测和消费级基因测序。在这些方面，国内企业在渠道、服务和医院资源方面有很大优势，长期居于主导地位。

基因测序只是生物技术的一种，是生物技术发展的一个缩影。现代生物技术主要分三块：一是体外诊断，包括生化、免疫、分子诊断等。基因测序就是分子诊断中的一个细分类。二是生物药品，包括血液制品、疫苗、抗体等。三是生物治疗，比如干细胞和免疫细胞等。

生物技术在我国发展快速，2018年7月国内首个肿瘤二代测序的伴随诊断获得批准，开启了肿瘤精准诊治的新纪元。11月，深圳出现了基因编辑婴儿事件。这些让我不由想到了霍金的预言，他曾担忧生物基因

技术会创造一种新的超人物种，而这可能毁灭人类。国外也有本书叫《超级人类之路》，就讲了生物强化科学的发展历程，并预示未来会出现大量的超人。太远的未来，我们不做讨论，但可以明确的是，起码近些年，生物技术产业会快速发展。

总结一下，有价值的技术主题要影响力够大，存在大规模商业应用的可能且目前处于应用初期阶段。根据这些条件，我们筛选了10个比较重要的技术主题：第一个主题是5G，基站、射频器件等会迎来确定性利好。第二个主题是大数据，有特殊位置入口资源的公司、搜集分析数据并提供解决方案的能力较强的公司、市场空间较大的细分应用领域的龙头公司看好。第三个主题是人工智能，人工智能＋自动驾驶、人工智能＋城市大脑、人工智能＋医疗影像和人工智能＋智能语音，这四个领域的龙头公司未来长期看好，而政府和企业场景应用的公司有望率先落地受益。第四个主题是VR/AR，硬件设备有望明年开始普及，软件应用会紧跟其后。第五个主题是信息安全，未来云安全、物联网设备连接数量增加带来的安全和大数据安全分析值得关注。第六个主题是物联网，感知层的连接率先受益，应用使能平台（AEP）和连接管理平台（CMP）最有价值，智慧城市、工业互联网及车联网场景有望率先落地。第七个主题是国产芯片。跟着大基金进行投资，芯片制造与设计是较好领域；根据产业链的特点来投资，中国制造与封测环节有优势。第八个主题是新能源。第九个主题是新材料。第十个主题是生物技术。

十大另类主题：高送转和破净股以外的机遇

除了我们之前讲到的政策主题和技术主题，334个概念主题中还有很多有意思的主题，也就是之前我们所说的另类主题。下面就给大家简单介绍10个另类主题及其蕴含的投资机会和潜在风险。

第一个主题：一线龙头

我们先来看两组数据，第一组是10年10倍股。从2009年初到2019年年初，A股3500多只股票中涨幅超过10倍的股票只有26只，占比不到1%，而一线龙头板块的155只股票中，10倍股就有12只，占比高达10%。这些股票也是我们耳熟能详的，比如华夏幸福、三安光电、格力

电器、伊利股份等。第二组数据是2018年股市跌幅近30%，而一线龙头板块跌幅不到20%。从具体板块来看，白酒跌了26%，其中茅台只跌了14%；白色家电跌了33%，其中格力只跌了18%；房地产跌了32%，其中华夏幸福只跌了16%。这些只是抗跌的，还有逆势上涨的，比如休闲服务跌了26%，中国国旅却涨了40%；轻工制造跌了32%，晨光文具却涨了24%。

这就是一线龙头，长跑更有耐力，短线也更抗跌。一线龙头是行业最优秀的代表，基本面非常出色。如保险板块的中国平安、中国人寿，银行板块的四大行等，有着非常强大的核心竞争力和稳固的护城河，久经时间和市场的考验。近几年外资加快涌入中国A股市场，作为长线聪明资金的代表，最偏好的也是这些一线龙头。未来随着股票市场国际化程度和头部效应的加深，一线龙头股的表现值得期待。

第二个主题：明晟指数

2017年，A股市场经过四年的努力成功闯关，被纳入了MSCI明晟指数。MSCI明晟指数是美国一家叫摩根士丹利国际资本的指数编制公司编制的指数，这就跟我们大家所熟悉的沪深300指数、中证100指数一样，但它是根据不同国家、地区和行业综合编制的一个全球性的股价指数。最重要的是，它是全球指数基金的两大基准之一，另一个是富时指数，前段时间A股市场也被纳入了。目前跟踪全球指数和全球新兴市场指数的被动基金中，有60%都是以MSCI明晟指数为准的，对应的资金量大约在8万亿美元。所以A股市场被纳入后，会带来大量国外资金，而且还是长线资金，自然备受瞩目。

明晟指数概念股，简单说就是被纳入这个指数的标的股票。在2017年时，这个主题是市场的风口，全年板块涨幅高达21%，而A股只涨了2%。2018年股市行情整体状况不佳，大盘跌了近30%，但明晟指数板块却较为抗跌，只跌了23%，尤其在11月初的时候，还迎来了一波行情。直接原因就是当时明晟指数拟将A股的权重从5%提高到20%，这会给A股市场直接带来5500亿元的增量资金。消息出台后，相关概念股受到刺激，短期大幅上涨。明晟指数背后代表的是外资流入，未来随着A股全球吸引力的加强，这个主题值得重视。

第三个主题：创蓝筹

以前经常有朋友问我，想买股票，都说收益与风险相对，那我就想

选个折中的，有没有既有价值性，又有成长性的股票？我会回答说创蓝筹是个不错的选择。创蓝筹就是创业板中的蓝筹标的，对应的股指就是创50指数。

盈利方面，根据业界的一致性预期，创50板块成分股在2019年、2020年和2021年的净利润增速分别是47%、74%和26%，显著高于主板盈利水平。估值方面，经过两年多的调整，创50的估值已经大大下降，2017年是45倍多，2018年年底已经回归到了33倍左右，降幅高达27%，处于相对低位。

现在，越来越多的资金开始重视创蓝筹了。截至2020年4月，华安创业板50ETF基金的场内流通份额已经高达115亿份，规模也增长到了55亿元以上。而基金筹资就是为了投资，再加上国家对科技创新企业的大力支持，这个主题未来的长期表现是值得关注的。

第四个主题：社保重仓

出于资金保值增值的需要，部分社保资金会交给市场上顶尖的公募基金公司管理，由投研能力高、业绩水平好的基金经理负责投资。那些受到社保资金青睐的股票也就构成了社保重仓主题。

从历史经验来看，社保资金曾多次精准地在熊市初期逃顶，在牛市初期抄底。2005年年中，社保大批开立新账户，而当时恰好是股市指数的底部，两年半的时间里，股市走牛，上证指数从不到1000点冲到了2017年年底的6000点，涨了5倍多。而当市场陷入狂热，甚至高喊8000点、1万点不是梦时，社保基金已于当年四季度开始全线撤退，减仓1/3。之后的股市行情大家都知道，A股暴跌，一年时间从6000多点跌到了不到1500点。2008年年末到2009年年初，当时是全球金融危机后期，股市处于低位，社保基金同样出手增仓，后续市场表现依然出色。

既然社保资金关乎国计民生，投资业绩相对稳健，我们可以采取跟随策略。也就是说，社保重仓股类型和数量的变化，会给我们带来重要的参考信息，帮助我们把握市场节奏和风格的变化，是个较好的参考。

第五个主题：独角兽概念

近两年，独角兽很火。喜马拉雅就是个独角兽企业，用户朋友知道它的123知识狂欢节，2016年首届狂欢节的时候销售额只有5000多万

元，2017年就超过2亿元了，2018年是4.35亿元，2019年达到了8.28亿元，成长非常快。

独角兽企业很诱人，一旦上市，投资人可以获利很多倍，但大多数人实际上都投不到，所以只能退而求其次，寻找股票市场上的相关股票。这里需要说明下，独角兽概念股并不是指独角兽企业本身，而是它的产业链上下游或者有股权关联的公司。比如，小米上市前的供应商“普路通”，它是做电子信息行业的供应链管理服务的，小米的供应链很有名，而它就是背后的一大贡献者。另外还有华西股份，它的全资子公司一村资本投资了宁德时代，在宁德时代2018年4月上市之前就迎来了一波上涨行情。这些是已经上市了的独角兽的相关股票，还有未上市的，比如蚂蚁金服，A股中的张江高科就间接投资它，金额高达十几亿元。独角兽企业上市，相关的概念股也能从中受益。

独角兽概念是个有前景的主题，但这里我还想给大家提示几个风险点：第一，务必要厘清概念股和真正独角兽企业之间的区别，两者并不是一回事儿，不要盲目蹭热点。第二，很多被炒作的上市公司，事实上和“独角兽”概念没有任何关系。比如富士康在2018年5月上市，它的所谓概念股安彩高科，主要是做光伏玻璃和天然气管道的，当时有市场传言它的二股东就是富士康的控股股东，两者是直系兄弟关系，所以富士康上市前两个月，这只股票大涨，涨幅高达30%。但后来，富士康公司发布公告，声明两者没有任何关系，富士康的上市对它也无任何影响。所以之后，它的股价在6月份仅一个月就跌了25%。第三，并不是所有独角兽企业都会选择上市，而且时间也不确定，华为坚称不上市就是个例子。而且即使政策给独角兽企业大开绿灯，它们登录A股市场也还需要满足其他条件，所以我们投资时还是要具体问题具体分析。

第六个主题：高送转

我们先来看一组数据，科士达上市7年股本增加了4倍，北信源5年股本扩大了22倍；更夸张的是易事特，上市不到4年，股本却增加了25倍。股本就是股票数量。如此快速的增长，其实是高送转引起的。高送转是指上市公司送股和配股的比例比较高，送转股本质是一种再融资方式，本身不改变公司的价值。但在A股市场上，很多时候，实施高送转的公司却更容易受到市场关注而成为资金追捧的对象，这样股价在短期内就会因资金驱动而上涨。比如易事特在2017年就有10股转增30股还派0.9元，而当时股价也做出了反应，连续出现了几个涨停。但没过多

久，这家公司及其董事长就成了第一个被证监会立案调查的10转30高送转概念股的典型案例。因此，监管措施不断加码，对高送转企业的业绩、解禁和减持提出了明确要求，禁止非理性高送转。只有那些真正具备业绩支撑，有实力和扩张意愿的高成长企业才能获批高送转。

我们相信高送转概念的炒作之风会逐渐消散。投资者要分辨清楚，高送转和好公司是不画等号的，送股也不会改变你所持有的公司股份的价值，只是把你手中的一张饼分成几块而已。

第七个主题：破净股

“破净”是股票的市场价格低于每股净资产的价格。用市净率小于1的指标，就可筛选出破净股。一家公司的总价值等于其负债的价值加上净资产的价值，因此从逻辑上来说，每股股价低于净资产是违背常理的。

而当这种情况真实发生时，说明股价跌得很惨。这肯定不是一件好事，因为一家公司只有基本面极度恶化，或者外界的环境极度恶劣，才会使股价一跌再跌，最后竟然连净资产价格都为负了。而当股市下跌时，破净股也确实是跌得很惨的那一类。比如2018年上证指数跌了近30%，而破净板块却跌了近39%，远超平均水平。

但这并不意味着破净股就没有投资机会。因为很多破净股受过度恐慌的情绪影响，是超跌的，已经在地板的下面了，安全边际较高，可能会受到关注而迎来一轮深度的超跌反弹，但这可能只是“股价可能不至于这么低”的短期反弹，除非基本面没有任何问题甚至在好转，才可能会有较长期的机会。

第八个主题：员工持股

华为这家公司有多厉害我就不赘述了，是全球5G的领导者之一，中国的通信巨头。而它实际上是一个独立的、员工持股的私营公司。简单说，华为99%的股份是由8万多名员工持有的，任正非只占1%左右。在员工持股这种模式下，收入是由全员共同分配的，所有成员共享收益，充分调动了员工的积极性，使华为不断壮大。

员工持股通常是以调动员工积极性、完善公司治理结构等名义进行的，能够很好地将企业与员工的利益绑在一起。市场也经常将员工持股

视为一种激励，有时更把它作为一种股价安全垫，毕竟“不坑自家人”。

然而，股票市场上很多时候还会出现另一种情况，就是“坑的就是自家人”。截至2018年12月底，A股市场共有134家上市公司推出了共138项员工持股计划，但近8成都出现了亏损，同时很多还面临着较大的杠杆风险，因为有些资金除了来自员工自筹外，还会通过集合信托等方式筹集，杠杆比例通常为1～2倍。而凯迪生态、智慧松德、腾邦国际等上市公司都出现了员工持股爆仓。所以，员工持股要分两面来看，虽然理论上是好的，但很多时候也是会亏损的。结合员工持股板块的市场表现，行情好的时候，或者有基本面支撑的员工持股标的表现更为突出。

第九个主题：股票回购

2018年年底，A股上市公司掀起了回购潮，有600多家上市公司实施了回购。同年12月底时，中国平安也放了大招，拟启动回购不超过10%的股票。以平安1万多亿元的市值来说，对标资金高达1000多亿元，算得上是A股史上规模最大的一次回购了。

在A股市场上，公司发起股票回购往往是一个利好消息。首先，公司参与股票回购往往需要满足特定的条件，比如连续5年盈利、拥有充裕的现金来维持日常运作和现金流需要、股价远低于保守估计的公司内在价值等。其次，回购股票的行为向投资者传递了股价被低估、公司股票具有投资价值的信息，这对于稳定公司股价有重要作用。最后，回购后股本减少，有助于在短期提升企业的股东回报率、每股对应的收益与净利润等。

从历史表现来看，发起股票回购的公司，股价往往也会表现更好。比如美股有个标普500回购指数，中国目前没有，回购指数的涨幅就明显大于同期的标普500涨幅。截至2018年11月底，这个回购指数的累计涨幅有450%，比标普500指数的累计涨幅300%高得多。

回购具有明显的积极意义，不过它背后也有些风险因素值得注意。比如大股东可能是为了满足其个人诉求而推动回购，会造成回购价格和时机不合理；也有些公司为了短期利益盲目回购，导致公司现金减少，对公司偿债能力、研发投入等产生不利影响。当存在这些情况时，就会对公司长期发展造成不利影响。

第十个主题：摘帽主题

股市有两种股票，一种是正常的，另一种非正常的就是ST。连续亏损三年的公司会带上ST的标记，而如果ST公司最近年度财务状况恢复正常，就可以申请撤除ST标记，俗称“摘帽”。

从历史角度来看，摘帽概念股一直是A股市场经久不衰的炒作题材，摘帽背后代表的是一家公司基本面的质变、业绩的复苏。根据相关法律规定，只有扭亏为盈的企业才有摘帽的可能。当一只ST股摘帽成功，它就会“乌鸦变凤凰”，比如2009年年初，ST三安成功摘帽，变更为三安光电，一年时间，股价从0.01元一路上涨到4元。

摘帽是件好事，但如果摘帽后公司业绩持续亏损，那还会有重新戴帽的可能。有些企业为了摘帽，并不是争取基本面质量的显著转好，而是通过短期输血或财务上的操纵来实现净利润增长，而这种增长显然是难以持续的。2018年，共有30多家ST板块的公司成功摘帽。但根据统计，最新的三季报中却已有13家公司的归母净利润是亏损状态，占比达43%。

总结一下，这一节我们讲了另类主题的投资要义，总共10个主题：一线龙头、明晟指数、创蓝筹、社保重仓、独角兽、高送转、破净股、员工持股、股票回购和摘帽主题。这些另类主题中蕴藏着巨大的投资机会，大家可以多多关注。

---

[1]一家在世界电信产业界非常有权威的中立咨询顾问公司。——编者注

行业分析法：如何快速了解一个行业？

这一节向大家介绍一种快速了解一个行业的方法，主要从行业定位、行业前景、行业的基本面这几个角度去把握。

行业定位

行业分析首先从行业定位开始，也就是这个行业属于哪个大类，在产业链上处于什么位置。最传统的行业分类就是统计局在国民经济核算中划分的三大产业：第一产业是农林牧渔业，第二产业是采矿业、制造业和建筑业等工业，第三产业是交运、餐饮和金融等服务业。除了这种分类，股票市场中还有很多行业分类方法，其中最常用的有中信风格分类、Wind行业分类和申万行业分类。申万行业分类有三个级别，一级分类里的农林牧渔对应第一产业，采掘、钢铁、建筑材料等对应第二产业，商业贸易、银行、非银金融等对应第三产业。一级分类下面又有申万二、三级分类，其中二级分类有104个，三级分类有227个。中信风格分类把股票按照各自的风格属性，分成了金融、周期、消费、成长和稳定五类。不同的行业，在相同时间，表现差异会很大。

接下来，我们再看行业在产业链上的位置。一般来说，农业的产业链比较简单，上市公司也比较少，这里我们不做重点分析。工业和服务业的产业链相对比较复杂。工业的产业链可分为上游、中游和下游，上游一般是资源型行业，比如石油石化、煤炭电力、有色金属等，中游大多是制造业，比如化工、钢铁、建材和机械，此外还有铁路、公路和机场这种基础设施建设行业。下游的重头是消费，我们可以把它分为必需消费和可选消费，像食品、服装是必需消费，房地产、汽车是可选消费。服务业主要是指仓储运输、软件服务、传媒和金融等，具体的产业链在这就不再展开了。

行业前景

准确把握行业的定位后，我们需要对行业的发展前景有所了解。下面我分别从长期、中期和短期这三个视角，从外部因素来分析一个行业

的前景。

从长期视角来看，需要考虑人口周期和技术周期。从人口周期来看，2013年中国劳动人口达到10亿，相当于总人口的74%，是历史上的最高峰；之后，劳动人口不断减少。中国在20世纪90年代后的出生人口出现了断崖式的下跌，未来至少30年，在人口结构上劳动年龄人口比重会持续下降，老龄人口比重会持续上升。随着人口红利的消失，中国的劳动密集型产业就会失去比较优势，相反，医疗、养老、健康和消费领域会迎来长期发展机会。再从技术周期来看，现在正处于第三次技术革命，也就是从20世纪中期开始的信息技术革命。信息技术革命带来了新的成长性行业，计算机、电子和通信行业成为盈利增速最快的行业。

从中期视角看，宏观和行业政策对产业发展有重要的引领作用。比如从2010年开始，新能源汽车补贴政策陆续出台，带来了新能源汽车行业的爆发，新能源汽车销量从2012年的7000多辆，迅速增长到2019年的120万辆以上。

从短期视角来看，关键是看一个行业是否符合当时的经济周期。比如在经济好的时候，周期性比较强的行业，比如钢铁、机械行业等，它们的盈利上升速度会很快，股票也会有很好的表现。

除了外部因素会对行业前景产生影响，行业也有自身的生命周期。根据生命周期理论，行业的发展周期包括四个阶段：幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。处于幼稚期的行业，市场发展很快，主要表现为开辟新用户，占领市场，打价格战。像2015年开始萌芽的外卖、网约车行业，当时就以补贴发放、打价格战的方式来争取市场和用户。处于成长期的行业，技术进一步发展，行业竞争格局和用户特点逐渐明确，行业壁垒逐渐提升。计算机行业现在就处于成长期，从2011年的移动支付到2014年的大数据，再到当前的区块链、人工智能，这个行业不断有新事物产生，同时进入的壁垒也不断提高。处于成熟期的行业，特点是市场稳定。盈利稳定。不少传统消费行业，比如传统家电、食品饮料等，就处于成熟期。衰退期的行业，特点是市场增长率下降、需求下降。煤炭开采等资源型行业就有衰退期特征。

行业的基本面

在判断行业前景后，我们还需要聚焦微观的行业基本面。因为对行

业前景的判断，最终都会传递到行业的基本面上，使盈利和估值发生变化。行业的财务指标和估值情况也是最容易观测和跟踪的，接下来我们就从财务和估值这两个角度，教大家去把握行业的基本面。

我们最关注的财务指标是净利润增速。行业净利润增速是将一个行业所有上市公司的净利润加总，然后看这个值比上一期超出多少。它体现的是行业整体的盈利变化情况。一般说来，不同风格的行业，自身的盈利差异非常明显。周期类行业的盈利波动性是最大的，它的净利润增速最高有200%，最低有–60%。净利润增速的变化与工业品价格指数PPI的相关性很高。成长类行业，2013年之后的净利润增速明显偏高，平均增速高达22%，其他四类都在20%以下。消费类行业的净利润增速与居民消费价格指数CPI息息相关。金融和稳定类行业的盈利变化波动是最小的。

通过把握行业净利润增速的历史值和规律，我们就可以对当前的盈利水平进行定位。比如说2018年三季度，周期板块最近一年的净利润增速大约30%，在5种风格板块中是最高的。但周期板块自2017年6月达到这一轮盈利增速的高点后，已经连续4个季度下滑，整体实际上正处于下行周期。

除了财务情况之外，我们还需要看行业的估值来判断投资时点。当一个公司的股价被低估，盈利又很可观时，是一个不错的投资机会，行业也是如此。

估值有绝对估值法和相对估值法，在“公司投资法”里会给大家详细说明，这里先简要介绍一下。相对估值法是看市盈率、市净率（P/B）这样的比率，在Choice、同花顺终端中很容易跟踪。对个体公司来说，市盈率等于股价除以每股收益，或者用总市值除以净利润，代表投资者为得到企业每年1元钱的净利润需要支付多少钱；市净率等于股价除以每股净资产，或者用总市值除以净资产，反映公司在每年这样的净资产下，支撑起多高的股价。行业估值也是同样的道理，行业的市盈率等于行业内全部上市公司的总市值除以全部归母净利润，具体数值大家可以在Choice终端上查到。

市盈率实际上体现的是人们对于公司或行业未来盈利的预期，如果这个行业预计未来盈利会提升，那人们就愿意接受更高的市盈率。由于不同行业受经济周期、政策、技术等因素的影响不同，市场对它们的盈

利预期也就会有不同，估值差别也就会很大，比如通信行业的市盈率就远高于钢铁行业。除了横向对比外，我们还可以给行业市盈率做一个历史比较，就是看它当前的市盈率在历史上是一个怎样的水平。

总结一下，我们可以从三个维度来了解一个行业：一是行业定位，二是行业前景，三是行业的基本面。这只是一个初步认识行业的框架，还远远不足以形成具体的投资选择。

行业投资策略：不同时期如何挑选行业？

之前我们介绍了如何判断经济周期，并主要从大类资产的角度分析了在经济形势好转和经济形势变坏的情况下，应该如何投资。而这节我们主要讲在经济周期的不同阶段应该如何挑选行业。

对于股票投资而言，我们最关注的周期是短周期，也就是最近三四年的情况。我们前面讲过，可以用经济增长和通货膨胀这两个核心指标，将经济周期分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段。著名的美林投资时钟模型就是这样划分经济周期的。在不同的阶段应该投资不同的资产类别，复苏期应该配置股票和债券，过热期应该配置商品和股票，滞胀期应该配置现金和商品，衰退期应该配置债券和现金。

不过，我们在实际投资中，操作却没有这么简单。因为每一轮经济周期的背景都是不同的，周期有共性也有差异，股票市场的表现也是如此。比如2013年和2014年上半年，经济下行压力很大，处于衰退阶段，但2014年下半年却迎来了一波大牛市。当时的情况就是经济增速不断下滑，触及了政府经济增速不低于7%的底线，然后政府做出反应，央行启动新一轮货币宽松政策，从2014年11月开始，连续降准降息。在央行大规模的放水刺激下，市场流动性变得充裕，股市也受此推动走出了资金牛。

股票可以根据上市公司主营业务的不同，被纳入不同的行业。在前面我们对行业进行了定位和分类，最常用的分类方法是中信风格分类和申万行业分类。根据中信风格分类标准，股票可以分为金融、周期、消费、成长和稳定这五类；而根据申万一级行业分类标准，也可以分为采掘、钢铁、银行、计算机等28个行业。这些行业的股票在不同宏观经济环境下会有不同的市场表现。接下来我们就来看一下经济周期中的行业

轮动规律。

在经济复苏期，金融、房地产和基建产业链的相关行业表现较好。在衰退阶段的后期和复苏期，货币政策相对宽松，资金成本也较为低廉，企业融资扩张的意愿比较强，这会直接加快金融业的资产扩张，扩大金融业的营业收入。房地产政策在这一阶段也会变得宽松，这又会改善地方政府的财政，提高土地出让金收入。地方政府有了钱，自然可以做更多的基建投资。房地产和基建投资又会进一步带动建筑建材、钢铁以及制造业的需求。制造业中最典型的就是挖掘机，过去两年挖掘机之所以卖得那么好，就是因为房地产和基建的拉动。2016年中国经济步入复苏阶段，当时股票市场的表现也体现了这个逻辑，银行、地产，以及建筑、建材等周期板块首先开始上涨，随后钢铁持续上涨，然后是机械等制造业相关板块。

在经济过热期，与大宗商品相关的资源类股票和可选消费行业的股票收益最高。经济的持续扩张使需求不断增加，供给端企业的议价能力不断提升，带来了原材料价格上涨，上游资源类企业，如煤炭、钢铁、有色等行业积累了较多的利润。同时，居民的可支配收入增加，消费意愿提升，物价也开始上涨，消费行业中的可选消费，如家电、汽车，逐渐进入盈利改善阶段。所以我们看到，2017年家电全年涨幅达到53%，在申万一级的28个行业中收益排名第二；龙头企业美的集团、格力电器、青岛海尔（现更名为“海尔智家”）涨幅都在一倍左右。钢铁、有色行业的涨幅也都超过了15%，在行业涨幅中排名前五。

在滞胀阶段，大众消费、石油石化、医药生物、农林牧渔等典型的后周期行业能取得超额收益。前面我们讲过，滞胀是经济增速回落和通胀高位的阶段，这个阶段的政策是很尴尬的，但相比于经济回落，持续的通货膨胀更具有杀伤力。过高的原材料价格挤压中下游企业的利润，造成企业倒闭，实体经济不景气；同时银行存款规模下降，供应货币能力下降，货币市场流动性差，资本市场萎靡；过高的通货膨胀还容易引发系统性的危机，20世纪80年代的拉美债务危机就是由于全球范围的过高通胀造成的。因此，在滞胀阶段，货币政策通常转向紧缩。这时，股票市场的表现不会太好，不建议在这个时间配置股票资产，2017年四季度到2018年上半年就有这样的特征。但如果你需要配置一定的股票，有两类行业会有相对收益：一是需求弹性较低的行业，比如大众消费、医药生物。这些行业与居民生活息息相关，无论经济好坏都是必不可缺

的，对价格的敏感度较低，即使在经济下行时收益也能对抗通货膨胀。二是受益于涨价逻辑的行业，比如石油石化、农林牧渔。在滞胀阶段，工业品的价格已经到达顶部或出现回落，而原油、农产品价格仍然坚挺。这两类行业都是比较典型的后周期行业，也就是说它们的表现滞后于经济周期。

在经济衰退期，配置盈利与经济周期波动相关性较弱，受益于无风险利率下行的稳定、成长类行业，后期金融行业也会改善。在这一阶段，其实也是不建议配置股票这种风险资产的，因为企业盈利在这一阶段是加速下行的。从历史上看，在1999年以来的五轮库存周期中，股市除了2014—2015年的“流动性牛市”外都是震荡下行，平均跌幅在20%左右。在这一阶段，股票表现相对较好的是稳定、成长和金融行业。在衰退阶段，市场的核心矛盾已经从通胀转向了宏观经济和企业盈利加速下行，此时对于上市公司来说，盈利增长的稀缺性就会得到体现，稳定和成长类企业的盈利与经济周期波动的相关性较弱，所以在这个阶段能够取得相对收益。而在衰退阶段的后期，货币政策通常会转向宽松，市场的风险偏好改善，金融类企业会出现明显的营收扩张，成长类企业在这一阶段现金流压力也会明显减小，此时可以开始布局股票市场的投资，看好金融和成长类企业在这一阶段的超额收益。

总结一下。在经济复苏期，配置金融、房地产和基建产业链的相关行业；在经济过热期，配置资源类股票和消费行业；在经济滞胀期，配置大众消费、石油石化、医药生物、农林牧渔等典型的后周期行业；在经济衰退期，选择盈利与经济波动相关性弱的稳定和成长类企业，后期配置对政策宽松较为敏感的金融和成长行业。当然，这只是一个简化的周期投资方法，具体到实际操作时，A股市场还受到监管政策、风险偏好、国际环境等外部因素的影响，需要结合所有因素全面评估，才能做出准确的判断。

周期类行业：钢铁煤炭股如何投资？

周期类行业大概是机构和个人投资者都最爱又最恨的行业。为什么“最爱又最恨”呢？因为股票本来就是大家又爱又恨的资产，而周期股

行情有一定规律，却又是短期波动最大的一类行业。如果我们能把握住规律，在正确的时间买入，享受到它的股价高弹性，那很有爱；如果把握不住规律，在错误的时间进了场或者没及时退出，那就会亏损很多，由爱生恨了。

什么是周期类行业呢？周期性行业是指和宏观经济波动有较强相关性的行业，典型的周期类行业包括煤炭、钢铁等大宗原材料，机械、造船等制造业。我们将中信风格分类中“周期”这一类别的成分股提取出来，按照申万一级分类方式分类，可以发现化工、机械设备、汽车行业的股票数量最多，但这也与行业总的上市公司数量较多有关。所以我们再来看比例，钢铁、化工和汽车行业中有超过90%的上市公司是属于周期类的。

周期类行业在产业链上的位置和分工

行业研究的第一步是定位，要了解这个行业在产业链上的位置和分工。这是因为，产业链的上下游供需变化能够影响价格、产量、库存等关键变量，而这些变化最终都会传导到盈利和人们的心理预期上。以钢铁行业为例，如果下游需求变大了，比如房地产开工增加，钢铁库存在短期内就会快速下降，钢铁的商品价格会上涨，生产商增加产量补库存，钢铁企业的利润预期会增加。2018年上半年，房屋新开工面积的增长速度快速升高，从2月的3%上升到6月的12%。而建房子需要用钢，这一时期钢材的库存不断下降，主要钢品种库存从3月的近2000万吨的历史高位下跌到6月的1000万吨，半年去了一半。需求强劲也提高了价格，主要建筑原材料螺纹钢的现货和期货价格从3月底开始波状上升，到8月中旬时涨幅接近30%。而高价格又会带来高盈利，2018年股票市场中钢铁行业的上半年盈利很好，超出市场的预期。在当时整个股市风险偏好不断降低的情况下，钢铁行业1—7月仍取得了6%的超额收益。

周期行业的盈利与宏观经济波动的相关性比较强。我们拿钢铁行业举例，它的需求有一半来自建筑业，主要是房地产和基础设施建设。中国的房地产和基建投资占固定资产投资的比重一直是很高的，2017年大约在50%左右，所以钢铁行业的需求与宏观经济波动的相关性很高。再比如重型卡车，它属于工程机械行业，销量也主要受房地产和基建投资的影响。因此，对于周期类行业来说，根据宏观经济的波动，进行自上而下的投资是非常重要的。

这就需要我们根据经济波动把握规律。我们讲过，在经济复苏期和经济过热期，周期行业具有相对优势。具体来看，房地产和基建产业链，包括钢铁、建材等行业，在经济复苏期表现最好；与大宗商品相关的资源类股票，包括采掘、有色、钢铁、化工等行业，在经济过热期表现最好。我们再来看下实际的市场表现。2005年以来，周期板块在2007年全年、2008年年底到2010年年底、2013年11月到2014年10月、2016年3月到11月，这四个超过半年的时间段里，市场表现持续跑赢大盘。其中，除了2013年11月到2014年10月那一时间段经济比较弱，其他三个时段都处于经济复苏和过热的阶段，这并不是巧合。而那特殊的2013年到2014年的一波周期股行情，当时主要是受到利好基建的“一带一路”倡议的刺激。

我们再来看下具体细分行业的市场表现。采掘、有色板块的指数走势非常一致，它们的共同特点是在2011年之后，表现都明显变差，同样如此的还有钢铁，这反映了在经济转型升级过程中资源型行业的地位在下降。汽车和机械设备的走势也较为一致，从长期看，相对于上证综指它们都是波动上升的。此外，如果我们从行情的持续性来看，建材的行情是持续性最强的，化工次之，它们也是长期波动上升的。所以说，每个行业都有自己独特的规律，这需要大家多去观察总结。

周期类行业的主要驱动因素

我们再来看下周期类行业的主要驱动因素是什么？是估值贡献大，还是盈利贡献大？周期板块中，估值和盈利的波动一致，但是估值变动领先于盈利变化。也就是说在周期行业的行情启动时，主要是靠估值驱动，人们对于盈利的预期首先是反映到估值当中；之后盈利逐渐兑现，周期行业的盈利和估值同时进入上升轨道，这个阶段行业收益是最好的，也是最安全的；最后，在行情的末端，估值会率先回落，这时对市场走势起支撑作用的是盈利，也就是说在长期的周期股行情中，如果观察到估值有较大幅度的回落，就不要恋战了。

前面我们讲的是投资周期类行业要根据经济周期选择进场时间，那么个股该如何选择呢？我给出的建议是围绕“产业集中度提升”的逻辑展开。随着供给侧改革的推进，传统行业去产能提速，钢铁、煤炭等行业进入“以兼并重组为手段、以布局优化为目标”的转型升级阶段。一方面淘汰生产率较低的企业，鼓励并购重组，以提升行业集中度；另一方面去产能降低了原材料供给，有助于提升行业利润。这意味着行业会形成

一批集中度高、产品质量高、公司效益好的龙头企业，这是蕴藏在去产能阶段后期的投资机会。

我们以钢铁业为例。从去产能的情况来看，2016年、2017年钢铁业都超额完成了去产能目标，粗钢有望在2018年完成“十三五”规划中的上限任务。与此同时，钢铁企业的并购重组加速，2017年多家专注于钢铁产业资源整合的基金成立，比如四源合钢铁产业结构调整基金、长城河钢产业发展基金等。政策方面，国家提出到2025年要实现钢铁产业集中度达到60%的目标。因此，未来几年将是钢铁行业产业集中度提升的关键阶段。除钢铁，煤炭、有色、石化等行业也在去产能后期阶段，同样面临这样的结构性调整，值得投资者关注。

总结一下。首先，我们从周期性行业的定位出发，以钢铁行业为例，解释了产业链上下游的供需变化能够影响价格、产量、库存等关键变量，这些变量最终都会作用到行业的盈利和预期上，所以我们对于周期类行业要根据经济周期来选择进场时间。其次，通过复盘2005年以来A股市场周期板块的表现，验证了前面关于“周期行业在经济复苏期和经济过热期具有相对优势”的结论。最后，介绍了周期板块的估值和盈利驱动的特点。在个股层面，未来几年钢铁、煤炭这类资源型行业的投资机会主要来自并购重组产生的龙头效应。

成长类行业：高科技股如何投资？

大家可能听说过任泽松，他原来是中邮基金的明星基金经理。2012年12月到2015年6月，他管理的基金净值涨了7倍多，远远将同行甩在身后。取得这么高收益是因为他重仓了创业板。但成也萧何，败也萧何，乐视网这样的创业板股票在这之后走势一路下滑，而任泽松因重仓创业板无法分散风险，明星经理变成了踩雷经理。成长股的走势和任泽松的经历非常相似，行情好的时候能远远超过大盘走出亮眼的行情，行情不好的时候表现也是意想不到地差。有的投资者会问，讲周期类板块的时候你不是说周期类板块是大家最爱最恨的行业吗，现在怎么听起来成长股才是大家最爱又最恨的行业呢？其实，周期类板块的行情波动和成长类板块是完全不一样的，周期类板块的行情与宏观经济走势的关联性非常高，所以它的短期波动很大，一般来说行情不会超过半年。成长类板块跟宏观经济走势虽然也有关系，但从A股市场目前情况来看，成

长股的投资方法不能过多依赖经济波动，它的行情持续时间比周期板块要长很多，所以赚钱效应也比周期类板块更强一些。

我们先来看看成长类行业具体包括哪些子行业。成长股是指业绩增长比较快，成长性比较高的股票。这种界定方法意味着成长股所属的行业会随着经济结构的变化而变化。在21世纪的前10年，成长股还是以化工、房地产、有色金属这些现在看来是周期类的行业为主，但从2013年开始，传媒、计算机、电子这些新兴行业占比明显上升。现在看来，在中信风格分类的成长类股票中，计算机、电子、传媒等TMT行业的股票数量最多。成长类行业的产业链是非常复杂的，不同子行业有不同的产业链分工，它们的盈利与上下游行业的关系不像周期类行业那么紧密，因为很多产业还处在发展的早期，在这里我们就不展开讨论了。

成长类股票的驱动力

有些投资者会问，根据成长类板块的定义，它是盈利增长最快的板块，可为什么从2016年开始却跌得这么惨？成长类板块，正如其名，讲究的是公司盈利增长快，又因它们很多是TMT这种新兴产业，所以有时候也会跟国运发展挂钩。我们曾经构建过一个指数，由每年净利润增速最快的10%的个股组成的。这个指数在2016年以前基本都是上涨的，在2013—2015年甚至呈指数级上涨，但在2016年，拐点出现了，增长最快的个股组合开始下跌了，甚至跑不赢大盘。很多人对此比较恐慌，毕竟业绩增长最快的个股都不被看好了，而这些个股的上市公司都是各自产业的优秀代表，这是否意味着不看好中国新兴产业的未来？这似乎有点赌国运的意思，我们在这就不细谈了，我是坚定看好的。我更想跟大家分享的是，如何通过成长板块的驱动力变化来把握未来的投资机会。

我们来看下A股中成长类股票的驱动力是怎么变化的。2011年以前，经济高速增长，地产公司的资产和业务实现了收入和利润的双增长，这是通过内生发展而不是兼并收购得到的。后来，随着创业板的开市，越来越多的新兴产业个股上市。2012年，证监会发布了简化并购重组审核的政策，引发了2013—2015年新兴产业并购重组的火爆。现在大家对成长类行业的印象，多少都会受那个阶段的影响，觉得高科技股就是讲故事，通过并购一些跟自身业务不是很相关的公司讲一个产业融合的故事，或者并购同行业的小公司讲产业整合升级的故事，把估值先炒上去，等并购完成了，业绩马上就会有飞速增长。我们统计了并购重组事件对上市公司业绩的影响，发现并购完成后的第一期和第二期季

报，净利润增速平均提高近100%。但若从长期来看，并购重组对上市公司的业绩却没有太大影响，并购重组完成后的一年半到两年时间内，公司业绩会恢复到正常的增长水平。也就是说2012年以后，成长板块的业绩增长主要靠并购重组，而这个效应在2015年时达到顶点，后来就弱了下来。

在并购重组的浪潮中，很多公司产生了很高的商誉，后续就会面临商誉减值的风险。如果说一个公司能不断地并购，商誉减值就不会构成风险，业绩也能保持快速增长。但是政策并不允许这样的泡沫不断积累，所以就会产生所谓的“金融监管周期”。随着2016年金融监管力度的加强，并购重组开始退潮，成长类行业失去了并购带来的增长动力后，业绩增速开始回落，估值下杀得更快，之前并购重组所积累的商誉风险也开始暴露出来。2019年时传媒行业的总商誉最高，超过了1600亿，占A股整体商誉的11%，这也是传媒行业指数近三年来不断创新低的原因之一。

讲了这么多成长板块的发展历史，就是想告诉大家，在并购重组不太可能再火热的时期，我们需要寻找的是内生增长、可持续的成长股，同时也要注意防范个股商誉减值的风险。

成长股的特征：技术护城河

内生增长、可持续的成长股有什么特征呢？最重要的一点是要有技术护城河。在这里，我以科大讯飞和乐视为例。科大讯飞是一个做智能语音的公司，目前在中文语音识别领域占垄断地位。乐视当年也有很大的梦想，想要做一个巨大的生态系统，里面有视频、汽车、金融和体育等众多板块，但这些板块很少有技术护城河。两者的结果是，有着核心技术支撑、能够内生增长的科大讯飞，经历了15年熊市的颓势之后不断波动上涨，而乐视的梦想却彻底破灭了，成为很多股民心中的痛。这就是技术护城河的重要性。

讲到这儿，有的投资者可能会疑惑，前面讲了不同时期如何挑选行业，那成长类行业跟宏观经济周期的关系还能适用吗？之前那一节中说的成长类板块指的是它现在所包含的行业，也就是以计算机、传媒、电子、通信为主的TMT行业。学习成长类板块与宏观经济波动的关系对把握成长类股票的短期机会是非常重要的。经济衰退阶段后期，货币政策通常会转向宽松，市场的风险偏好改善，成长类企业在此阶段的现金流

压力会明显减小；而周期、消费板块的盈利跟宏观经济波动的相关性比较高，在这段时期它们的盈利都不会很好，这时成长板块的性价比就相对提高了。因此，在经济短周期衰退的后期我们是看好成长类行业的。2011年之后TMT行业的上市公司数量迅速增加，我们复盘了从那之后的成长板块的市场表现，发现在2013年1月至2014年10月、2015年1月至2016年1月是持续跑赢大盘的，而这两个时间段都是经济从衰退转向复苏的时期。

最后，我们从中观的角度再来看一下成长类行业的发展阶段。成长类行业目前大多处在幼稚期和成长期，市场增长率高，行业壁垒逐渐提升。以计算机行业为例。当前与计算机技术相关的热点概念有很多，例如人工智能、大数据、云计算等等。从2014年到现在，这些概念板块的市场表现，都是大幅领先上证综指的，但它们的每股收益却都低于A股平均水平，这说明这几个子行业当前处在高估值低盈利的幼稚期。此外，未来盈利很难判断也是高科技股的一大特点，对于这类股票有一种相对简单的投资方法，就是跟着技术热点主题走。我们统计了与计算机行业相关的技术热点主题的收益情况，包括物联网、云计算、人工智能等10个主题，其中9个在热点出现后的一年内都大幅跑赢了大盘。不过这种技术热点的主题投资也并不容易，还会有落地表现不及预期的潜在风险，需要投资者在实施过程中注意。

总结一下。对于成长类行业，我们需要掌握三种投资方法：第一，从长期来看我们需要寻找的是内生增长可持续的成长股，同时也要注意防备商誉减值风险，这是当前最重要的也是最稳健的投资方法；第二，从短期来看，在经济短周期衰退的后期更看好成长类行业；第三，对于还处在产业生命周期早期阶段的产业，可以做热点技术的主题投资，不过需要注意潜在风险。

消费类行业：衣食住行股如何投资？

我们先来看一组数据。目前股票类公募基金和北上资金，消费行业的配置比例都超过了40%，而消费行业流通股市值占比，也就是全市场的配置比例，只有20%左右。具体细分来看，医药和食品饮料是公募基

金最偏爱的行业，现在的配置比例分别是16%和11%，而且它们也已经连续六年市场表现排名前两位了。食品饮料和家电是北上资金配置最多的两个行业，现在的配置比例分别是19%和10%。为什么机构和海外资金都这么喜欢买消费股呢？在此我就给大家讲一下消费股的投资逻辑。我会带大家先看一下消费股的特点，再告诉大家如何把握其中的投资机会。

消费股的特点

说到消费行业，大家都不陌生，因为它涉及我们生活的方方面面，每个人都要消费，衣食住行的消费都是我们的日常所需。股市中的消费类行业具体指的是哪些呢？中信风格分类中，“消费”这一类别的成分股共有520只，商贸、食品饮料、家电、医药这几个行业的股票数量最多，同时也是消费成分股占比最高的行业，它们都有超过70%的上市公司被划分到消费板块之中。

前文中我们讲过，如果按照统计局在国民经济核算中三大产业的划分方法，工业产业链的下游产业主要是消费行业。既然是工业生产中的下游产业，消费的需求该怎么判断呢？简单说，是由人们的消费能力和消费意愿决定的。研究消费行业的需求，需要把消费品分为必需消费和可选消费两类：必需消费是指单价较低、消耗量大、购买频繁的商品，比如食品、服装；可选消费是单价较高、使用时间比较长的商品，比如汽车、珠宝、高端家电这一类。必需消费品的需求是比较稳定的，因为不管经济环境怎么变化，基本的生活需求是会被最先满足的。而可选消费就不同了，经济好的时候，人们可支配收入高，消费意愿也强烈，可以多买一些价格高的商品，经济不好的时候，就少买一些。所以说，可选消费有比较强的周期属性。

在各个行业大类中，我认为必需消费行业的股票是最适合个人投资者投资的。为什么这么说呢？因为必需消费行业是长期来看表现最好的行业，也是最容易出现牛股的行业。从A股市场的情况来看，2000年以来累计涨幅最高的几个行业都属于必需消费板块，食品饮料涨了8倍，医药生物涨了将近5倍，家电、休闲服务涨了4倍左右。从个股的角度，2000年以来收益率最高的20只牛股中，有一半都属于消费行业，包括5只食品饮料股、3只医药股、1只农林牧渔股、1只家电股。我们熟知的泸州老窖、伊利、云南白药等食品饮料和医药的龙头都是超级牛股，它们很多都是十倍股甚至几十倍股的代表。这个规律同样也出现在海外市

场，美国在1957—2003年的大牛股中，收益率最高的20只股票中有11只属于必需消费行业，其中2只日化用品股，9只食品饮料股，我们熟悉的可口可乐、百事可乐、宝洁、箭牌公司都在其中。日本“失去的二十年”中，虽然股票指数没涨，但消费行业的牛股却层出不穷，做家居装饰的宜得利，做个护的尤妮佳、贝亲等等，这些消费牛股的年化收益率高达10%。这也可以解释本节开头时说的问题，为什么机构和海外资金都这么喜欢买消费股。

这样的现象并非偶然，而是由必需消费的行业特征决定的。必需消费品行业受新技术的冲击小，品牌壁垒比较高。比如在吃的方面，消费习惯一旦形成就很难改变，吃惯了老干妈，就不会再去买很多王致和，所以在消费行业很容易形成寡头垄断。形成较好的竞争格局之后，龙头公司可以掌握定价权，借助规模优势降低成本，使盈利能力长期稳步提升。再加上必需消费大多是刚需，俗话说，由奢入俭难，许多消费需求一旦产生就很难再改变，所以必需消费股的经营业绩受周期性因素的影响较小。

如何把握消费股的投资机会

那应该选择什么样的必需消费股呢？我们刚刚也说了，牛股的形成是因为有品牌效应、规模效应和定价权，所以很简单的逻辑就是选择必需消费的行业龙头。有一些投资者可能会问，那什么时候是入场时机呢？这个问题又回到了短周期的层面。尽管必需消费行业的盈利非常稳定，但还是有一定的短周期规律的，它的盈利波动要滞后于经济周期，在增长回落初期、价格仍然上行的滞胀阶段优势最明显。但是我们也讲过，从大类资产的角度，股票这类资产在短周期经济复苏和过热阶段都是有优势的，也就是说这时候投资必需消费虽然不会有超额收益，但大概率会有绝对收益。所以，如果你打算长期持有某只必需消费股，在经济的复苏、过热和滞胀阶段入场都是可以的。

下面我们再来看看可选消费。可选消费可以说是一个强周期性的行业，主要投资方法是根据宏观经济波动自上而下投资。在经济过热期，居民的可支配收入增加，消费意愿提升，物价也开始上涨，可选消费进入盈利改善的阶段。这个阶段，可选消费板块指数通常是能跑赢大盘。我们复盘2009年以来可选消费板块指数的市场表现，并剔除了2014年、2015年牛市和股灾的特殊阶段，发现在2009年到2010年、2013年、2016年和2019年都是跑赢大盘的，这些基本都是经济周期复苏到

过热的阶段。

总结一下。消费行业可分为必需消费和可选消费。必需消费行业是最适合个人投资者投资的行业。原因有两点，第一，它是最容易出现“长跑冠军”的行业；第二，选择个股的方法很简单，就是买龙头股。如果想做长期投资，在经济的复苏、过热和滞胀阶段入场都是可以的。可选消费行业，主要的投资方法是根据宏观经济波动进行自上而下投资，在经济好的时候，市场表现会更好。

金融类行业：银行券商股如何投资？

查理·芒格在谈论银行股时说过：“如果没有对银行从业人员很强的把握，我不认为任何人应该买银行股，银行业是一门危险的生意，那对投资者是一个非常危险的地方。如果没有深入的洞察，远离银行股。”巴菲特也说过类似的话：“银行本质上是有着十几倍杠杆的生意，任何错误都会被杠杆成倍放大。”为什么两位投资大师对银行股要做这样的风险提示呢？A股市场的银行股、金融股又有哪些特征呢？这节我会带大家来学习金融股的投资方法。

金融类行业的范围

金融类行业不仅包括银行，还有保险、券商这些我们常见的行业，我们称之为“非银金融”。另外，中信风格分类法把很多房地产股也放在了金融下面。为什么会把房地产股划分到金融中呢？这是因为现在的房地产行业具有很强的金融属性，和信贷、利率、杠杆等指标关系密切，在信贷放松、利率下降、高杠杆的时候，房地产价格会上升。在这里，我们还是主要探讨银行和非银金融如何投资，非银金融里着重来看券商。

A股上市的36家银行股中，有6家国有商业银行、8家农商行、9家股份制商业银行和13家城市商业银行，虽然数量少，但是总市值占到了3000多家A股公司的15%，对大盘影响很大。在非银金融行业中，有44家证券公司、7家保险公司和30家其他金融类公司。我们先来看一下银行和券商的主要盈利模式。银行主要是依靠存贷款的利息差来获利；券

商是依靠经纪、承销和自营三种方式盈利，其中经纪是最主要的，也就是收取交易佣金，通俗来讲就是股票换手时的手续费。

金融类股票的行情与特点

下面我们来看一看银行和券商的行情各有什么特点。

银行是除了必需消费之外第二个适合长期投资的行业。为什么这么说呢？因为银行盈利稳定，股价波动小，相对收益长期来看是波动上升的，而且有股息率高的特点。银行的核心指标是资产质量，看的是企业的偿还利息能力，更在乎的是经济不要太差，而不是经济有多好。所以，在经济向好时，银行股盈利和估值都会提升；在经济刚开始下行时，其他周期股有压力，但银行的基本面能保持稳定。我们复盘了2000年以来银行业的股价表现，发现从2005年以来银行指数跑赢大盘的时间是非常多的，年化的超额收益在7.5%左右，指数的波动也比较小。2005年后银行股有4个阶段持续跑赢上证综指，分别是2005年到2009年上半年，2011年下半年到2013年年初，2015年下半年到2016年上半年，以及2017年下半年到2018年10月。在这几个阶段里中，2005年到2009年上半年，宏观经济经历了一轮短周期的完整阶段和下一轮短周期的复苏阶段。这一次银行的牛市行情持续了这么久是因为这段时间银行的不良贷款率出现了大幅下降，从10%降到了2%以下，而且2005—2007这三年是中国经济发展最快的几年，GDP增速都在10%以上；2011年下半年到2013年年初，还有2015年后半年到2016年上半年，这两段基本是符合我们总结的银行在衰退后期和复苏期会有超额收益的规律；本轮短周期的过热到滞胀的阶段，银行股虽然没有绝对收益，但还是跑赢了上证综指，这体现了业绩确定性和稳定性在周期顶部和下行阶段的溢价。

银行股息率一般都很高，36家银行近五年的平均股息率为2.16%，高于A股平均的0.65%，有15家银行近五年是年年派息的，平均股息率最高的是工商银行，近五年的股息率平均是5.32%，而工行一年期定期存款利率不过1.75%。

从估值来看，2018年最后一个交易日银行平均市盈率为6.13，市净率为0.81，这两个指标都远低于A股整体水平，在所有申万一级行业里几乎是最低的。同时期美国银行板块平均市盈率为12.7，市净率为1。国内银行的估值水平距离美股还有一定距离。我们还可以从市盈率–净

资产收益率框架来看行业的价值，我们将各行业的市净率、净资产收益率做一幅二维散点图，纵轴表示市净率，横轴表示净资产收益率，目的是找出那些净资产收益率高而市净率低的行业，这样的行业是当前性价比最高的。目前在申万一级28个行业中，银行是位于市盈率–净资产收益率图的最右下方的行业，也就是说性价比是最高的。

券商和银行相比有较大的区别。券商在金融类行业中周期属性比较强。从逻辑上看，经济向好的时候，人们在股票市场上交易也会更频繁，券商的盈利会增加；而经济变差时，股票表现差，人们的交易会减少，券商的盈利会下降。通过复盘2000年以来券商股的表现，我们发现券商行业在A股牛市行情中能获得很高的超额收益，也就是说它向上的弹性比大盘大。这是因为牛市期间，大量资金涌入股市，交易额迅速增加，券商的经纪业务贡献了巨大的盈利。

总结一下。我们从金融类股票的定位入手，着重分析银行、券商两个行业。银行是除了必需消费之外第二个适合长期投资的行业，因为银行的盈利稳定，股价波动小，相对收益长期看是波动上升的，而且银行股股息率高；从估值上看，银行在所有行业中估值最低，距离美股银行板块的估值也有一定的距离。券商股的特点是适合在牛市期间持有，因为弹性较大，能在牛市期间获得更高的超额收益。

白马股重构：传统行业的“马太效应”

股市中的“马太效应”

“马太效应”源于《新约圣经·马太福音》中的一则故事，故事里国王出门前分给三个仆人一人一锭银子，让他们出去做生意。当国王回来时，发现第一个仆人用一锭银子挣了10锭银子，于是奖励第一个仆人10座城池。第二个仆人挣了5锭银子，国王奖励了他5座城池。但第三个说怕把银子弄丢了，所以一直收着没有花，就没有挣到银子。国王听后把第三个仆人的银子拿来奖赏给了第一个。国王说：“凡是少的，就连他仅有的，也要夺过来。凡是多的，还要继续给他，让他多多益善。”这个故事后面被经济学借用，形成了现在“贫者愈贫，富者愈富”的“马太效应”。

接触股市时间比较长的股民可能会对最近几年A股市场的风格切换有深刻的感受。2013—2015年，以创业板为代表的新兴产业异军突起，而2016年以后，“龙头”“白马股”“价值股”这些字眼儿又重新活跃起来。之前听过一个买方的朋友讲，前几年创业板行情火爆的时候，同行之间开玩笑嘲讽会说“你才价值投资，你全家都价值投资”；但在2017年，很多新兴产业、成长类、中小盘风格的基金收益特别差，不少2013年、2014年招进来做成长股投资的基金经理直接被裁员了。我们把Wind一级行业的各个传统行业的前五大龙头拿出来，发现2016—2019年，各行业龙头整体上都跑赢了行业指数。如果在每年年初配置各行业前一年市值最大的5只个股，这三年的年化超额收益率大约是16%。也就是说在2016年以后，A股市场传统行业的马太效应在增强。

为什么会出现马太效应？

为什么会出现这种马太效应？原因主要有两个：一是传统行业产业集中度提升，业绩更多地向龙头企业聚集；二是机构投资者比重增加和外资的进入进一步强化了龙头股的优势。

先说产业集中度提升。钢铁、煤炭等资源型行业龙头的形成受到了供给侧改革的影响，这些行业进入了以兼并重组为手段、以布局优化为目标的转型升级阶段，生产率较低的企业不断被淘汰，同时并购重组组成了一批体量更大的企业。家电、白酒这类消费行业经历了市场竞争的调整，从生命周期理论看，随着行业技术进步，壁垒越来越高，行业逐渐成熟甚至出现产能过剩，大企业可以通过提高质量、改善性能来确保地位，而小企业在市场竞争中难以为继，面临淘汰。

从微观市场结构看，2016年之后机构投资者占比增加，散户占比下降，主要原因是2015年股灾和2016年熔断对散户造成了比较大的打击，散户的活跃度大幅降低，而以保险、社保为代表机构投资者在有序扩张。另外，A股市场不断引入外资，沪股通、深股通扩容，QFII（合格的境外机构投资者）及RQFII（人民币合格境外机构投资者）扩容，MSCI、富时罗素、标普道琼斯基准指数纳入A股，外资机构在加速进场。在市场风格的选择上，机构投资者，尤其是注重绝对收益的机构投资者以及海外投资者，他们的投资理念相对于散户来说更价值化，对白马股的偏好更强。白马龙头由于稀缺而被机构和外资疯抢，在2017年末和2018年年初到达估值高点，目前白马股的机构拥挤程度已经减轻了不少，估值也逐步回归到了正常水平。长期来看，A股机构和外资的持股

比例上升会强化龙头股的马太效应，港股就是最好的证据。

探究龙头股

为了进一步探究这些龙头企业的核心价值，我们对2017年年底的45只龙头股票组合的长期价值进行评估。整体来看，这45只龙头股的盈利增长十分稳健。最近三年，这批龙头企业的整体净资产收益率在12.5%左右，高于同期A股约2个百分点。因此，从业绩的角度来看，这些龙头股是A股中比较优质的资产，长期价值依然存在。

从估值水平看，近五年来龙头股的整体估值比A股要低得多，龙头股整体估值水平约为10倍，A股整体为14倍。分行业来看，大部分行业龙头股的估值水平是低于行业水平的，但也有个别行业例外，医疗保健行业的龙头股估值水平在2017年年底就超过了行业水平，金融类和日常消费类的龙头股估值水平与行业水平比较接近。一般来说，我们可以接受龙头的估值高于行业整体水平，因为我们允许龙头因为行业竞争力、业绩等优势而存在溢价。但A股目前的情况是大部分龙头股的估值低于行业估值，这表明龙头股有极大的投资价值，既有长期的价值，估值又比别人低。

我们再来看估值的历史比较。我们选取了在2010年以前上市的龙头公司进行历史估值比较，2019年年初，这批龙头股的估值大约在2010年17%的水位，算是一个非常低的水平了。目前龙头股的估值低和2018年白马股补跌有关。调整过后，白马股的机构交易也不再像2017年那么拥挤了。所以从历史估值的角度来看，当前龙头股到了长期配置的合适时点。

总结一下。传统行业存在马太效应，主要是行业层面的产业集中度上升，以及市场微观层面的机构投资者和外资的增加。从业绩的角度看，龙头股盈利稳健，是A股的核心资产；从估值的角度看，龙头股估值普遍低于行业估值，而且处于历史的较低水平。因此，我们认为传统行业龙头股是适合长期配置的资产。

黑马股退潮：新兴产业的估值重估

新兴产业的龙头股

黑马股指的是那些不被大家看好，却出人意料大幅上涨的股票。也就是说，这些股票并没有业绩基础，但估值却抬升得很快。了解A股市场的朋友可能会有体会，2017年之后大家对黑马股的讨论越来越少了，A股的市场风格变得越来越价值化了。我们从几个数据中能看出这种趋势。申万风格指数中的亏损股、微利股，还有ST概念指数，这几个指数相对于上证综指的走势在2009—2011年、2013—2015年上升得非常快，但是从2017年开始明显进入了下行区间。为什么黑马股的表现会出现这种变化呢？

和之前我们讨论成长股的风格一样，我们先来看一下黑马股经常出现在哪些行业。2013—2015年的黑马股多出现在医药生物、计算机、电子等新兴行业中，这说明新兴行业在那几年估值并不合理。前文中我们讲过，成长股在2013—2015年也多集中在新兴行业中。也就是说，那几年在新兴行业中，一部分业绩增长非常快的股票估值迅速抬升，导致整个行业的个股（包括业绩非常差的个股）估值都提升起来了，这有点“一人得道，鸡犬升天”的味道。

在上一节白马股的讨论中，我们得到的结论是，由于传统行业的产业集中度上升，加上机构投资者和外资的占比上升，传统行业存在马太效应。那么在新兴市场中是否也有类似的龙头效应呢？我们把TMT的四个行业——计算机、传媒、通信、电子，还有国防军工、医药生物这几大行业的前五个龙头提出来，发现2016—2018年这三年，这批龙头股整体上跑赢了行业指数。如果在每年年初配置各行业前一年市值最大的5只个股，这三年的年化超额收益率大约是8%。也就是说在2016年以后，新兴市场和传统行业一样存在龙头效应。

新兴产业出现龙头效应的原因

为什么新兴市场也会出现龙头效应？我们总结了以下几点原因：第一个原因是相比非龙头企业，龙头股更具备技术护城河，龙头企业拥有更多的资金和人力投入研发，这在技术变化日新月异的新兴产业（尤其是电子、通信、计算机）中尤为突出。拿研发支出来说，2017年电子行业中前五家龙头企业的研发支出就占了总支出的23%，要知道电子行业2017年共有200多家企业，几乎1/4的研发集中在这五家企业身上，所以说龙头企业的技术护城河更深更宽，这是这些企业受投资者青睐的原

因。

第二个原因是最近几年新兴产业的业绩整体压力比较大，而龙头的业绩相对稳定。在前面的成长类行业那一讲中，我们曾经说过，2012—2015年，创业板、新兴产业业绩高速增长的支撑是并购重组，而在2016年并购重组退潮之后，新兴产业的业绩增速开始回落，之前并购重组高峰时积累的商誉风险也开始暴露出来。新兴产业业绩增速在2014年年底达到历史高点50%，此后开始振荡回落，到2018年年中，增速低至0附近。相比于新兴产业整体业绩的颓势，近几年新兴产业龙头股业绩增长确定性较高，龙头股净利润的复合增长率要高于行业整体，近三年的复合增速高出行业整体4个百分点，近五年的高出2个百分点。

第三个原因是微观市场结构的变化。这一点与我们上节提到的类似，2015年的股灾和熔断机制给散户打击很大，散户活跃度降低，同时机构投资者比重上升，保险和社保资金开始扩张。而且A股市场还在不断引进外资，未来将有更多的外资进入A股。机构投资者和海外投资者的投资理念更价值化，偏好行业地位更高的龙头股。

出现黑马股的时段

展望未来，由于上面的几点优势，新兴产业的龙头效应是长期趋势。那从短期角度考虑，在什么阶段可能会有黑马股的戏份呢？根据我们前面对经济周期的划分，在衰退阶段和复苏的前期会有黑马股的表现机会。主要有两个方面原因：一是在衰退后期，货币政策通常会转向宽松，例如降准、降息，放松贷款的限制条件。在这一时期，业绩、现金流状况不太好的企业会有更多的边际改善。二是在这一阶段，一般会有利好政策出台，市场情绪会有提振，风险偏好阶段性改善，持有黑马股的意愿会增强。比如在2018年10月中旬引起市场热议的“政策底”之后，出现了一波黑马行情，大量的ST、*ST股票连板，那次的行情非常极端，也被大家称作“妖股”行情。

总结一下。最近几年，无论是新兴产业还是传统产业，都出现了龙头股与非龙头股的分化，展望未来龙头效应会是长期的发展趋势。新兴产业出现龙头效应的原因主要有三点：技术护城河加深，业绩稳定，以及投资者结构逐渐机构化。从短期角度看，黑马股可能会有表现的阶段是经济周期的衰退期和复苏的前期。从估值来看，新兴产业的龙头股股价已经修复到比较合理的水平，我们建议投资者长期配置龙头股票。

股价的内核：如何分析公司盈利？

每年上市公司出报表的时候，股价都会受到业绩的影响。2018年10月28日，茅台公布了前三季度的报告，由于第三季度收入和利润增长不及市场预期，第二天，茅台股价从610元跌到549元，最后以跌停收盘，当天市值蒸发766亿元。这是茅台上市17年来的首次跌停，这就是业绩的威力。

股价和业绩的关系可以从市盈率的公式来看。市盈率等于股价除以每股收益。市盈率反映估值，每股收益体现利润。单从这个公式来看，一个公司的股价上涨，要么是估值提升，要么是业绩改善。业绩改善有很多方面，利润只是其中的一部分。要想对一家公司有完整的认识，需要有全面的洞察。一般来说，我们可以从利润、盈利能力、现金流这三个角度来展开分析。

利润

利润是最重要的角度。利润可以从两个方面来看，静态层面看数值，动态层面看增长。静态层面的利润情况就是看公司当期的盈利情况。大部分盈利指标都可以在东方财富网站上查到，比较常用的指标是每股收益。每股收益是一个核心利润指标，由上市公司当期税后净利润，扣除优先股股息后所剩余额，除以当期在外流通的普通股加权平均数得到。也可以理解为总的净利润除以总股数，就是每股对应的净利润。对每股收益指标排序，可以用于区分“绩优股”和“垃圾股”。

动态层面的利润情况就是公司的成长能力。比较常用的指标是净利润增速和扣非净利润增速。净利润增速是指公司原始净利润的增长率，可以反映公司整体运营的盈利成长性；扣非净利润增速则是扣除非经常性损益后公司净利润的增长率。所谓非经常性损益，是指公司正常经营损益之外的一次性或偶发性损益，包括委托投资损益、政府补贴、处置长期股权资产的损益等。之所以要扣除掉，就是因为这种损益会影响对公司真实盈利能力的判断。比如，像新能源汽车行业之前获得了政府大

量补贴，一些公司的利润是因为这个补贴大幅增长，那就是非经常性损益，对比的时候可以扣除或者做相应的调整，避免对盈利数据产生干扰。一般来说，净利润增速和扣非净利润增速越大，表明公司越有潜力，越有高成长性，市场前景越好。在A股市场上，如果一个公司能持续保持利润高增长，它的价值和价格就一定都会有所提升。我们曾经做过一个复盘，如果在每年的年初买入A股中过去三年净利润复合增速排名前10%的所有公司股票，2009年以来的累计收益大概在100%左右，相对收益率约56%，年化收益率约为7.4%，这算是一个比较高的投资回报了。

盈利能力

盈利能力是第二个角度。盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，最常用的指标是净资产收益率。净资产收益率是用净利润除以净资产得到的比率，简单地说就是企业能给投资者赚多少钱。根据杜邦分析法，净资产收益率可以拆解为三个部分：净利润率、总资产周转率、杠杆率。净利润率等于净利润除以销售收入，总资产周转率等于销售收入除以总资产，杠杆率等于总资产除以净资产。因此，净资产收益率可以看成是一个根据公司的盈利能力、营运能力和杠杆情况多个角度构建的综合性指标。

净资产收益率是巴菲特最重视的财务指标，他说相比大部分股民习惯用的市盈率指标，如果非让他用一个指标进行选股，他会选择净资产收益率。他还强调，净资产收益率能常年持续稳定在20%以上的公司都是好公司，应当考虑买入。我们用巴菲特的思路构建了简单的策略，如果在每年的年初买入全部A股中过去三年净资产收益率都在20%以上的公司，2009年以来的累计收益率大概在186%，相对收益率约144%，年化收益率约为11.5%，这是一个相当好的投资回报。

现金流

现金流是第三个角度。现金流是企业盈利质量的体现。企业的现金流可以分为经营现金流、投资现金流、筹资现金流三类。我们最关注的是经营现金流。如果一家公司的经营现金流面临枯竭，说明当期企业的经营活动可能受到了影响，自然预期盈利能力下降。我们通常用利润现金保障倍数这个指标来衡量现金的保障程度，计算方法是用经营现金流量净额除以净利润，这个指标数值越高，我们认为现金越有保障，盈利

的质量越高。在最近的一年，全部A股上市公司的整体利润现金保障倍数大约为1.33，处于触底回升的过程中，A股整体现金流水平有改善的空间。

下面我们以格力电器为例，从以上三个维度对它的业绩情况做分析。从利润的角度，2017年格力电器每股收益为3.72元，净利润增速同比大幅上涨44.87%，扣非净利润同比增长35.33%，成长能力在行业内处于领先位置。从盈利能力来看，2017年净资产收益率为37.51%，连续12年超过20%。从现金流情况来看，2017年，格力电器的利润现金保障倍数为0.73，2018年的利润现金保障倍数为0.92，均低于A股市场整体水平和家电行业整体水平。因此，我们认为，长期来看格力电器是一家业绩优良的龙头公司，过去是，现在是，未来也会是。但最近两年现金流出现一定压力，这样就会对2018—2019年的业绩产生负面影响。

总结一下。业绩首先看利润，静态利润看每股收益，动态利润看增长。其次看盈利能力，净资产收益率是巴菲特很重视的一个指标，按他的标准，净资产收益率常年维持在20%以上的公司值得买入。最后看现金流，利润现金保障倍数是常用指标。

股价的外壳：估值到底是什么？

前文我们介绍了股价的内核，也就是公司的业绩，但找到业绩好的公司并不意味着你能赚到钱，因为还要看你买入卖出的时机。这里我们要引入估值的概念，估值本质上是结合基本面、流动性、投资者预期等多种因素的综合定价。解决了估值问题，也就解决了买入卖出的时机问题。

我们常常在财经新闻中听到，某某公司估值百亿、千亿。像2018年上市的小米公司，最初估值是1000亿美元，但在半年内估值缩水了三次，上市第一天市值仅有480亿美元，所以我们看得出来，估值具有不确定性，这也是为什么很多券商给出的公司估值是一个区间，而不是一个确定的数。

常见的估值分两类。刚才我们聊到的480亿美元属于绝对估值，是

直接衡量公司价值的，简单说就是值多少钱。还有一种是相对估值，用市盈率、市净率来衡量公司估值高低。这两种方法都会介绍，先来说绝对估值。

绝对估值法

第一种常用的绝对估值方法是股利贴现模型（DDM）。这个模型是将企业未来发放的全部股利作为现金流，以一定的贴现率进行折现，进而加总估算目标公司的价值。这个贴现率就是你预期的收益率，股息率越高，预期收益越低，当前估值就越高。这个模型一般适用于处在成熟期且股利发放稳定的企业，像格力、上汽这几个消费股就适合用这样的模型估算，因为股息率比较稳定，每年基本都在4%以上。我们以格力为例，格力2017年没有分红，其财务报表解释说将留存资金用在了智慧工厂和智能家电的升级上，2018年会分红更多。因此我们假定2018年和之后的每股红利能一直保持2012—2016年这五年的均值上下，是1.76元/股，同时假定贴现率是8%，可以得到应有的股价为：1.76/0.08＝22元。假定每年股利增长3%，股价就是：1.76/（0.08–0.03）＝35.2元。这就是股利贴现模型的简单应用，这个方法很粗糙，大家简单了解就好。

第二种常见的绝对估值方法是自由现金流模型（FCFF）。自由现金流指的是企业在满足了再投资需求之后剩余的、可供企业股东和债权人分配的现金。把自由现金流按照平均资本成本（WACC）贴现后可以得到应有的股价，整体思路和上面的股利贴现模型类似，但是更为复杂，也具有更多的不确定性，一来是预测未来的自由现金流存在困难，二来是分母的平均资本成本的计算没有统一标准。自由现金流模型适用于对一些稳定性高的企业进行估值，因为对于一些刚成立的或处于成长期的企业来说，它们的现金流大多为负，成长性也不明确。

相对估值法

相对估值通常是指几个指标间的比值。比如市盈率、市净率等，这两个指标能够把不同类型的公司放在一起比较，看一看它们在同样的盈利或者净资产水平下股价的高低情况。相对估值法是目前资本市场上最常用的估值方法，简单有效，方便对比，具体的数值可以直接在东方财富网或者Choice这样的金融终端上查到。

这两个指标在运用上有一定区别。市盈率适合大多数企业，但不适

合盈利为负的公司，因为这样得出来的市盈率就是负数。市净率不适合科技服务类公司，因为这些公司具有很大一块无形资产，比如品牌价值、技术等，这些重要的资产无法在市净率中体现。一般来说，市盈率适用于周期性弱的行业，像服务业和一般制造业；市净率适用于周期性强的行业和金融行业，比如石化、钢铁和银行。不同行业有其自身的特殊性，同一指标估值出来的结果差别巨大，不能直接比较。如果这个公司所在的行业发展前景好、市场空间巨大，必然会有一定的溢价，估值的指标高一点也是合理的。现在TMT等新兴行业比钢铁、煤炭这样的传统产业前景好，所以估值较高。

市盈率应用是最普遍的，我们主要谈一下市盈率怎么看。打开东方财富网或者Choice这样的软件时，我们会发现有好几种市盈率。第一种是静态市盈率，这是用当前的股价除以去年全年的每股收益，这个参考价值不高；第二种是动态市盈率，根据每个季度出来的报告来算，会有季节性偏差，像建筑行业一般年底集中收款，旺季时利润会比淡季高很多；第三种是最有参考价值的滚动市盈率（TTM），这是根据前12个月的净利润动态调整，最贴近企业的实际情况。

得到公司的市盈率之后，可以从两个角度进行比较：一个是横向对比国内同行业的其他公司，一个是纵向对比历史表现。不过，二者结合起来才能形成一个全面和准确的认识。

我们以格力公司为例展开讨论。2018年1月11日格力电器的滚动市盈率是8.09倍，是白色家电行业体量前十的企业中估值最低的，和它体量相似的美的集团市盈率为13倍，第二低的是TCL集团，市盈率为11倍。所以横向对比来看，格力电器与国内同行业相比处在一个较低的估值；从历史情况来看，格力电器估值的历史水位是11.6%，当时的估值处于10年以来的较低水平。所以无论是横向对比还是纵向对比，格力都处在一个较低的估值水平。

总结一下。估值的本质是定价，有绝对估值法和相对估值法。绝对估值法比较复杂，不确定性较高。相对估值法有市盈率、市净率两种，它们各有各的适用对象。市盈率适用范围最广，滚动市盈率最贴近实际情况。应用市盈率时要从横向和纵向两个维度考虑，才能得出比较完善的结论。

价值分析：如何发掘核心竞争力与护城河？

护城河理论

最近网上有一个词我很喜欢，叫作“硬核青年”，我特意查了一下意思，说的是一些年轻人有过硬的本领和内心，标榜为硬核青年。所以企业也要做“硬核企业”，有自己的核心竞争力和护城河，才能应对激烈的市场竞争。我就跟大家说一下怎么去发掘这种“硬核企业”。

企业的护城河理论最早是投资大师巴菲特提出来的，在1993年致股东的信中，巴菲特首次提出了“护城河”概念。他在信中写道：“最近几年可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增长。它们的品牌威力、产品特性以及销售实力，赋予它们一种巨大的竞争优势，在它们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司在没有这样的保护之下奋战。”在这之后的致股东信中，巴菲特不断强调这一概念，他提出“我们希望企业的护城河每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的护城河每年不断地加宽，这家企业会经营得很好”。

这一护城河理论也被后面的研究者加以完善，晨星公司证券分析部主管帕特·多尔西在他的著作《巴菲特的护城河》中总结了“护城河”的具体内容。护城河主要有四条。

第一条护城河是无形资产。无形资产是不具备实物形态但可为企业带来经济效益的资产，具体的数字可以在上市公司年报中查到，一般是指专利、商标、土地使用权等，可以彰显一家公司的品牌价值。但大家要注意的是，只有当品牌能让消费者长期付出品牌溢价时，这个品牌才有可能形成护城河。像小米公司，很受年轻人欢迎，但是却难以因为小米这个品牌收入额外的品牌溢价，因为小米之前主打的是性价比。这就导致了消费者的刻板效应：我为什么要花更多的价格购买小米手机？而像奔驰这种名牌汽车，尽管我们知道高质量的车自然要贵一点，但明知成本并没有那么高的情况下，我们还是愿意为奔驰那个经典logo（标志）付出溢价，这就是品牌的护城河。

第二条护城河是转换成本。转换成本无处不在，看一看钱包中的银行卡，当你懒得把存款从中国银行转到工商银行时，中国银行就享受了转换成本的护城河效应。现实情况中，有一些转换成本效应发生在特定

的软件中。如果一家企业用习惯了某家公司的财务软件，就不愿意冒着财务数据遗失的风险更换财务软件，尽管另一家会便宜一些。这就是这家软件公司的护城河。这也导致一些转换成本低的企业面临激烈的竞争。共享单车市场就是这样，我们从小黄车转到摩拜，或者从摩拜转到小蓝车并不麻烦，只是看哪种单车附近有而已，所以当前的共享单车企业也遇到了一些问题。

第三条护城河是网络效应。网络效应和用户有关，用户人数越多，护城河越宽。网络效应通常在信息类行业中发挥作用，因为这类企业用户数量扩张得很快。前不久罗永浩做出来一种社交产品——子弹短信，一开始很火，后来就不行了，因为很难持续获得用户，大家用微信已经习惯了，当然这里面也有转换成本的原因。网络效应另一个奇特的点在于价值增幅大于节点增幅，也就是说当增加一个节点或一个用户时，整体价值增长更快，是一个指数型图像。比如某家快递公司新开一家店，由于这个店可以连接全球各地，所以每多开一家分店，总体收入就多一份增长，直到收入无法增长。这些四通八达的店和越来越多的业务就是快递公司的护城河。

第四条护城河是成本优势。前面三类护城河主要是针对企业定价权的，对企业自身来讲，低成本是一条宽厚的护城河。成本优势有三种：第一类是流程优势，当企业利用流程创新树立成本优势，而新进入的企业无法迅速复制这一流程时，企业会获得短暂的优势。当初戴尔通过直销和订单式生产实现了存货最小化，赢得了一定的成本优势，但随着惠普和联想加入这个市场，这个优势没有当初那么大了。第二类是优越的地理位置，这个优势比较持久，其他企业难以复制。第三类是独特的资源优势，比如石油和天然气，在资源枯竭前具有极强的优势。

这几条护城河共同带来了核心竞争力——定价权，当企业拥有定价权或者是议价权时，就足以应对市场的各种变化，成本上升时可利用品牌溢价抬升价格，竞争者也会因转移成本过高而不敢进入这个市场。

护城河理论的常见误区

根据这一护城河理论选择行业或公司时，我们有时会陷入这样几个误区。

第一，优质产品并不等于护城河，难以被替代的才是。诺基亚一度

很优秀，做出了不错的手机，但是后面被苹果这样的智能机替代。而像茅台酒这样具有地域特色的优质产品，很难被其他地方生产出的酒类替代，哪怕其他地方的酒很出色，也无法替代茅台。

第二，企业的绝对规模大并不等于护城河，相对规模大才是。很多绝对规模大的企业并没有建立护城河，比如曾经的柯达，它不太愿意做出改变，最终溃败。哪怕企业绝对规模不大，但是相对规模较竞争者高，这家企业也拥有护城河，比如在某类特定细分领域的龙头企业。所以比起抓大池塘的大鱼，不如抓小池塘的大鱼来得稳妥。

第三，卓越的管理层并不等于护城河，企业高效的管理流程才是。很多明星级CEO的确能振奋一家企业，但在当前的商业环境里，管理层的变动是家常便饭，而企业的管理流程一经确定就不会经常变动，所以高效的制度非常重要，尽管这样的制度是由卓越的管理层制定的。

以护城河理论去把握A股

在实际投资中，我们很难遇到完全满足护城河理论所有条件的企业，或者是这样的企业早已被市场发现，股价已经很高了。但我们依然要用发展的眼光看问题。企业的护城河并非一成不变，只要看准了企业未来有机会拥有又宽又深的护城河，就是不错的投资机会。我们就来探讨一下如何以这一理论为指引去把握A股行情。

我们先从行业来看，按照晨星公司给出的护城河分类，在2009年的美股市场上，宽护城河更容易出现在媒体、医疗卫生服务、商业、金融和消费品等领域；窄护城河更容易出现在电信、能源和公用设施等领域。这里的护城河宽窄指的是竞争力持久与否，宽护城河表示竞争优势更持久。我们用“护城河”理论的四个方面来看一下A股的行业情况。

第一是无形资产。无形资产包括专利、商标、特许经营等权利，最终能带来品牌溢价。先看专利，根据国家知识产权局的统计，2017年所有A股行业中，制造业专利数量居所有行业第一，其中大部分是先进制造业贡献的。先进制造业主要包括计算机、通信和其他电子设备制造业等行业。特许经营权经政府授权，经营某种特许业务，主要集中在金融、油气、军工等领域，例如拥有券商、保险牌照的金融公司以及马上会颁发5G牌照的通信行业。而商标主要集中在消费品领域，白酒、乳制品、家电等行业，这些行业有很多具有品牌溢价的知名品牌，如茅台、

五粮液、伊利、美的、格力等。

第二是转换成本。转换成本多发生在金融服务、软件服务，尤其是企业办公需要的办公财务软件中，例如提供企业级SaaS（软件即服务）服务的一些企业。在餐饮、服装等行业中则弱一些，因为除忠诚用户外，人们很容易改变购买的服装品牌，并不需要付出太多转换成本。

第三是网络效应。网络效应多发生在互联网领域，用户越多，价值越大。但A股市场互联网公司较少，众多中国的互联网公司选择去美国或者中国香港上市，比如2018年下半年去港交所上市的美团和腾讯音乐，以及很早之前就上市的新浪、网易等等。不过随着中国存托凭证（CDR）的发展，海外上市的互联网巨头有望回归A股。

第四是成本优势。成本优势的原因有很多，比如独特的流程优势、地理区位优势、资源优势等。还有一大原因是规模效应，很多龙头股越做越强就是因为规模大了之后，成本会随之降低，而且企业的议价能力会提升，也就是有了行业主导权。这一现象在很多行业中都存在，比如近年来钢铁、煤炭这些传统行业通过规模重组形成了一批龙头企业，这些企业的盈利能力大幅提升，就是因为有了规模效应。服装、医药、家居建材等行业也存在这样的现象。

体现公司护城河的具体指标

在总结出哪些行业有较大可能出现宽厚护城河后，我们把视角下沉到公司上，看一看在发掘公司具体护城河上有哪些指标值得关注。

首先是盈利指标。护城河的价值在于提升公司的核心竞争力，进而增加企业价值。所以我们需要查看在相同的投入下，哪家企业创造的价值更多。毛利率肯定是最先看的指标，除此以外，还有两个指标，净资产收益率和投入资本回报率（ROIC）。净资产收益率衡量了股权资本的回报率，投入资本回报率衡量了企业投入资本的回报率。除了股权还有债权。因为我们知道有些行业普遍存在高杠杆，比如房地产行业，所以净资产收益率在衡量这些行业内的公司时，会出现回报率的高估，而投入资本回报率则能很好地解决这个问题。我们来比较一下两个房地产企业2018年的这两个指标。像泰禾集团的净资产收益率平均下来是15%，与华侨城A19%的净资产收益率水平相似，但二者的投入资本回报率差得很远，泰禾集团是2.7%，而华侨城A是8.6%，说明泰禾集团的盈利能

力欠缺一些，这就体现了投入资本回报率在比较高杠杆企业时的优势。

其次是议价能力。拥有强有力的定价权或议价能力是公司的核心竞争力之一，议价能力强的企业一般能挤占更多的上下游资金，这一点在企业的预收账款等指标上能够看出来，对于一些有着特许经营权的企业来说更是如此。正如我在上节中所说，小池塘里的大鱼，由于具有较大的相对规模，议价能力很强。因此，在行业内判断公司的议价能力时，可以选择该行业内相对规模较大、市场占有率较高的企业做参考。

最后是现金流指标。现金流是企业持续经营的保障，也是企业盈利质量的体现。对那些有宽深护城河的企业来说，它们营收变现的能力很强，也就是说能依靠内生增长来维持运营所需的大部分现金，而不是依靠外来注资来支撑。

总结一下。本节我们讲的主要内容是巴菲特的护城河理论，有四条护城河，三个误区和定价权这一核心竞争力。在具体实施上，我们根据每条护城河给出了相应的行业选择。最后在财务指标上，我们建议从盈利能力、议价能力和现金流三个维度来分析行业内的具体公司。

财务数据分析：财务报表指标中的奥秘

财务指标分析是基本面分析的核心，如果学会了分析的框架，就能看出很多别人看不出的东西。2001年，一位普通的研究员刘姝威写了一篇600字的短文《应立即停止对蓝田股份发放贷款》，她通过对偿债能力、现金流量、资产结构等财务指标的分析，指出蓝田股份在运营中存在巨大问题。文章一经登出，轰动全国，成为终结蓝田神话的“最后一根稻草”，她本人也因此当选了2002年“感动中国”十大人物。

所以说，财务指标分析非常重要。财务分析主要可以分为成长能力、盈利能力、现金流量、偿债能力、营运能力、收益质量、资本结构这几个方面。前文我们或多或少都提到过一些简单的财务指标。比如在“如何分析公司盈利？”中，我们谈到了利润、盈利能力和现金流三个角度，利润中的净利润增速反映的是企业成长能力。这两节我们就不重复说这些方面了，而主要围绕企业的偿债能力、运营能力、收益质量和

资本结构这四个方面展开。

我们来简单介绍一下财务报表。财务报表有三个表，分别为资产负债表、利润表和现金流量表。资产负债表上的数字是存量的概念，反映的是公司在特定时点有多少资产、多少负债和多少股东出资。利润表是一个流量的概念，是指公司一段时间内的赚钱能力，是流量的数据。现金流也是流量的概念，可以反映一段时间内整个公司现金的流动情况，弥补了权责发生制下利润表可能失真的问题。现金流又可以分为经营活动现金流、投资活动现金流、融资活动现金流。明白了这些基础的知识，可以让我们对后面讲到的指标有更好的理解。

偿债能力

偿债能力指标反应的是企业偿还长短期债务的能力，一般分为短期指标和长期指标两类。短期指标是衡量企业拿流动资产偿还流动负债的能力，主要指标有流动比率、速动比率和现金比率。流动比率等于流动资产除以流动负债，速动比率等于流动资产减去存货再除以流动负债，现金比率等于货币资金加交易性金融资产加应收票据之和再除以流动负债。不难发现这三个指标的分母都是流动负债，不同的是，速动比率比流动比率多减了一个存货，而现金比率的分子是变现能力最强的一部分资产。这几个指标数值越大，反映企业的短期偿债能力越强。说完短期，再来看看长期偿债能力。衡量长期偿债能力的常见指标有资产负债率、权益乘数和已获利息倍数。资产负债率等于总负债除以总资产，权益乘数等于总资产除以净资产，已获利息倍数等于息税前利润（EBIT）除以利息费用。资产负债率、权益乘数这两个指标数值越小，反映企业的长期偿债能力越强，已获利息倍数则相反。说了这么多，我们来试着应用一下这几个指标。

首先看行业。不同行业的债务压力差别很大。就目前来看，食品饮料、传媒、餐饮旅游这些偏消费行业资产负债率较低，而房地产、建筑还有金融类债务压力较大。2019年至目前，房地产行业长期偿债指标是在恶化的，总资产负债率从2011—2017年上升了7个百分点，当前是78.6%，权益乘数从2011年的3.5倍上升到2017年的4.7倍；短期偿债指标在改善，流动比率和速动比率都有所上升，说明短期债务压力在减小。

再看具体企业的情况。当前中南建设、鲁商置业和绿地控股的资产

负债率都达到了90%左右，流动比率和速动比率都排在行业分位数的后50%，但是扣除掉预收账款后，这三家企业的资产负债率都只有60%左右，说明其长期债务压力还是比较健康的。为什么要看扣除预收账款后的指标呢？因为预收账款就像我们买期房一样，需要提前交付资金，这笔钱在当时被当作预收账款，属于企业的负债，其实就是房地产企业未来的收入，所以扣除后来衡量资产负债率更能体现真实性。而云南城投的资产负债率达到了88%，扣除预收账款后依然有84%，结合较高的流动比率和速动比率，可以看出其长短期的偿债能力都存在风险。

运营能力

运营能力着重考量企业运营的效率，我们主要介绍三个指标——存货周转率、应收账款周转率和营业周期。存货周转率等于营业成本除以平均存货净额，应收账款周转率等于营业收入除以平均应收账款净额。在正常情况下，如果企业经营顺利，这两个指标是比较高的，说明企业销售情况不错，周转顺畅。营业周期等于存货周转天数加应收账款周转天数，营业周期的含义是企业从卖出商品到收到货款需要多少天。较短的营业周期会带来较快的周转，但这并不是绝对的，有些时候企业为了扩大收入，会允许买方延长一些付款时间，就像我们网购时用蚂蚁花呗可以延迟一个月付款。

我们来看看这些指标的应用，以家电行业为例。近些年来，家电行业的存货周转天数和总体营业周期在降低，相比2012年，存货周转天数降低了14天，营业周期降低了10天。再看具体企业，2019年初时营业周期排前三的企业是九阳集团、浙江美大和格力电器，它们的营业周期都只有四五十天，说明这些企业目前经营顺利，商品卖得快，钱也回得快。我们把运营能力和偿债能力结合起来就会发现，从整体上来说，营业周期偏高的企业流动比率和速动比率会偏低，也就是说当企业经营不顺畅时，偿还短期债务压力会增大，企业经营风险上升。

收益质量

企业的收益质量可以从两点来分析。

第一，判断企业的收益是否具有可持续性。企业的利润主要有两个来源——经常性账户和非经常性账户。经常性账户是指企业通过自己的主营业务获取的利润，这一部分利润是企业凭自己本事挣来的，是具有可持续性的；而非经常性账户则是指企业接受政府补贴或者处置固定资

产所获得的收益，显然这一部分更多的是一次性的，并不会经常发生。所以通常来说，营业利润在利润总额中占比越大，说明企业收益持续性越强，收益质量越好。如果这个比重稳定在较高的水平且逐渐增大，说明该公司的主营业务鲜明，可以预期它的现有收益有较好的持续性。依靠经营性现金流量判断公司收益会更加可靠。在实际的会计操作中，企业可以通过变更会计政策和会计估计来达到企业想让投资者看到的结果，例如通过改变折旧方法来实现自己的目的。如果企业今年的业绩不好，企业又想向投资者展示今年利润不错，就可以将折旧方法从双倍余额递减法改为年限平均法，从而增高利润降低费用。但是现金流量表基本没有可以操作的空间，所以看经营性现金流量可以更好地显示出企业的主营业务是否盈利。

来自非经常性账户的收入往往带有很强的迷惑性，一些看似业绩还不错的企业经营情况可能并不健康。2015—2017年彩虹股份政府补助分别占总收益的60%、23%和84.5%。这么高的比重说明这家公司的收入基本源于补贴，主营业务收入占总收入的比例较低，我们有理由相信该公司的收益持续性是比较差的。但并不是说接受了大量政府补助的企业就一定有问题，比如比亚迪在2017年接受了12亿元的政府补贴，但是只占其总收入的1%，说明比亚迪的主营业务鲜明，具有良好的收益质量。

第二，判断企业是否有稳定的会计政策。在收益的计算上，企业往往都会打自己的小算盘。对于上市公司而言，它们更倾向于做高自身的收益，从而推高公司的股价；而对于非上市公司来说，它们更愿意做低利润，减少税费的支出。所以企业也就有动机通过选择对自身有利的会计政策、会计估计方法，进行收益水平的调整。举个例子，存货的计价方法有三种，分别是先进先出法、移动加权平均法和月末一次加权平均法。先进先出法表示先进入仓库的存货较早地进行出售，所以在物价持续上涨的情况下，采取这种方法相当于把成本计低了，会高估利润。因此，投资者应该重视公司的会计政策分析，尤其要重视对企业会计政策和会计估计变更的分析。

资本结构

我们来探讨一下如何从资本结构来判断一个公司是否值得投资。企业融资结构，也称作资本结构，反映的是企业债务与股权的比例关系，它在很大程度上决定着企业的偿债和再融资能力，决定着企业未来的盈

利能力。企业的资本结构可以从以下两个角度分析。

一是通过资产负债率来判断。资产负债率我们前面讲到过，是总负债除以总资产。资产负债率临界点的理论数据为50%，明显低于50%风险就小，利用外部资金就少，发展相对就慢；接近或高于50%危险系数就大，但利用外部资金多，发展相对较快。但上节我们也提到不同行业存在比较大的差异，不能一概而论，食品饮料、传媒、餐饮旅游这些偏消费行业资产负债率较低，而房地产、建筑、金融类的资产负债率较高。

二是通过企业的融资成本判断。企业融资大体可分成股票融资和债务融资两部分。债务融资的成本是利息的支出，股票融资的成本是股东要求的股息率水平。两种融资方式各有利弊：债务融资的利息支出可以抵扣税费，但会提高公司的杠杆率；股票融资通常而言要求的收益率较高，但由于不是强制付股息，可以调节公司的资产负债率，降低公司的风险。可以使股东利润最大化的是适合的融资成本。

举个简单的例子，假如某上市公司想支付100元股息，准备使用企业的税后利润来支付，假设企业所得税是30%，那么企业要产生143元的营业利润才可以支付100元的股息。如果是债务融资呢，营业利润是在支付了债务利息之后才拿去交税。所以说100元的债务利息，只需要产生100元的营业利润即可，债务融资实质上是减少了企业的纳税额。可见，相同的利息支付额度下，股权的资本成本要高过债务资本成本。换句话说，债务融资经营可以降低资本成本，让所有者获得更高的收益，所以公司可以通过提高借债的比例来降低企业的资金成本。但是过高的债务会使企业的利息支出变多，偿债压力变大，从而财务风险的压力也会越大。企业通常会在债务风险的允许范围内，尽量追求企业融资成本更低的筹资配置模式。

要算出公司的融资成本，需要计算出股权资本成本，但是这其中涉及太多的专业知识，咱们暂且不展开。资产负债率可以一定程度上反映出公司的融资成本。截至2018年年底，A股市场整体的资产负债率为42.5%，不同行业的资产负债率天差地别。2018年年末，A股市场中资产负债率最高的两个行业为金融业与房地产业，资产负债率分别为76.6%和64.5%；资产负债率最低的行业为居民服务维修业与文化体育娱乐业，分别为13.6%与32.9%。像华录百纳的资产负债率仅为8.3%。对于资产负债率较高的行业来说，应适当减少资产负债率，以防发生债

务危险。对于资产负债率较低的行业，如居民服务与维修业，可以适当提高债务比例，降低税赋，从而降低融资成本。

总结一下。本节我们从偿债能力、运营能力、收益质量和资本结构四个方面对公司进行了分析。偿债能力分为短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力看流动比率、速动比率和现金比率，长期偿债能力看资产负债率、权益乘数等指标。运营能力主要看存货周转率、应收账款周转率和营业周期。收益质量可以从收益的持续性和会计政策的稳定性两个方面来判断。资本结构可以从资产负债率和企业的融资成本判断。结合前文对成长能力、盈利能力和现金流量指标的分析，希望大家对公司的财务指标能有一个比较全面和清晰的认知。

10年10倍股是怎么炼成的？

橡树资本创始人霍华德·马克斯在其著作《投资最重要的事》中说：“价值投资者是防守型投资，他们不主动出击去追捧股票，他们相信时间的价值，愿意寂寞地等待价值的回归，并坚信最终的荣耀属于价值投资者。”毫无疑问，价值投资是一种长期投资行为，但它也有个前提，就是要选出好的标的。只有发现那些有巨大增值潜力的公司，长期持有它的股票，才能获得陪伴公司成长的长期收益。

我们来看下2008—2018年的A股市场，上证综指在这10年的最低点是2008年12月底的1820点，最高点是2015年6月的5166点，而截至2018年年底是2493点。网络上曾有人戏称A股走了很多年，指数又回到了从前。然而如果看个股，即使经历了2018年整体跌幅近1/3的惨淡行情后，市场上依然存在很多10年间涨幅超过10倍的股票，比如华夏幸福涨了近50倍，长春高新涨了22倍，片仔癀涨了近20倍。这些公司都是A股市场上最优质企业的代表，如果我们长期持有它们，就可以获得远远超过市场的收益。

我们首先把10年10倍股具体定义为：在近10年里，也就是2008年12月底到2018年12月底，从最低点到现在涨幅超过10倍的股票。通过复盘，我们发现这样的10年10倍股共有32只，而具体分析它们的各方面特性后，发现大概有8个共同基因。这也意味着，拥有这些共同基因的股票可能更为优秀，未来可能也走出10年10倍股的行情。

第一，从股价最低点的时间来看，“低成本买入＋时间的玫瑰”是炼成10年10倍股的前提。霍华德·马克斯在其书中谈到，他的投资目标不在于“买好的”，而更注重“买得好”。当价格相对于价值较低时，潜在收益相对于风险较高，那么此时就是一个不错的布局10倍股的机会。32只10年10倍股中，从股价最低的时间点到现在所花的时间在9年以上的有一半，少部分是6年，占比19%。2008年年底、2009年年初的时候正好是熊市，市场持续下跌至底部，当时很多低价的筹码无人问津。而2012年年底，差不多是上一波牛市启动之前一年半，市场整体下蹲形成黄金坑最低点。所以时刻谨记：你买得越便宜，你的安全边际就越高，你就越划算。市场的短期大幅下行，除了挤出泡沫外，往往也会使很多优质的公司股票长期来看被低估。低价买到了好东西，还要捂得住。好票子拿得住，拿得久，才能最大限度地吃到鱼肚。

第二，从板块来看，主板市场的10倍股更多。32只10年10倍股中在主板上市的公司有18个，占比在一半以上，而且平均涨幅高于创业板和中小企业板。在前文中我们提到过主板市场上市门槛高，以大型蓝筹股为主，上市公司多为市场占有率高、规模较大、基础较好的大型优质企业。这也就是说，在主板上市，本身就代表着公司的资质是相对较好的。在过去10年，在中国经济不断发展的时代大背景下，这些大型优质公司会受益更多。

第三，从行业来看，新兴行业更容易出现高增长公司。我们梳理了32只10倍股的所在行业，发现医药生物、电子、计算机和房地产这四个行业出的10倍股最多。

具体来说的话，医药生物行业有5个，占比17%，其中生物制品和医疗服务这两个细分行业的公司数量较多。比如很多投资者熟悉的长春高新、片仔癀、美年健康、通策医疗等都是医药生物行业10倍股的杰出代表。医药生物行业出10倍股最多，是很容易理解的。健康是人们的永恒追求，而生老病死又是人类无法避免的，医药和医疗是人人都会有的必需消费品。而且我国在近些年逐渐进入了老龄化时代，这样就形成了很广泛的市场需求。而供给端，优质的医药生物公司更是具有顶尖技术壁垒，这样也就可以走得更高更远。

此外，10年10倍股中电子行业有5个，计算机行业有4个。电子和计算机都属于TMT行业，两者合计有9个，占比共28%。浪潮信息、三安光电、科大讯飞、利亚德等10倍股都是TMT行业的。过去10年中国制造

崛起，国产替代化形成浪潮，在这样的大时代背景下，整个行业拥有很强的向上的动力，优秀公司层出不穷。TMT行业代表着未来科技的方向，未来仍将长期是个朝阳大赛道。

在10年10倍股中，房地产公司有3个，占比9%，这三家分别是华夏幸福、中天金融和阳光城。其中涨幅最大的是华夏幸福，高达近50倍，远超第二名长春高新的22倍。房地产市场在过去属于黄金20年，它的发展速度和取得的成就都是有目共睹的，这样的行业中走出一批优质的10倍股自然也就概率更大了。

第四，从地区来看，多数10年10倍股位于经济发达地区，良好的区位因素会对企业成长有帮助。32只10年10倍股中，长三角、珠三角地区的数量最多，近半数的10倍股在这两个地区，具体来看，江苏省有5个，广东省和浙江省都有4个。长三角城市群是我国城市化程度最高、经济发展水平最高的地区，珠三角地区进出口贸易发达，是联系外部经济的重要门户。这两个经济发达的地区有着健全的经济体系，不仅硬件的基础设施更扎实，而且软件的营商环境、投融资环境也远远优于其他地区。良好的经济土壤是优质公司发展的摇篮，出现10倍股的概率也就更大。

第五，从企业性质看，民营企业更易出现10倍股，因为民营企业更具增长活力。32只10倍股中民营企业有19个，占60%，平均涨幅也高于所有企业平均水平。民营企业体量小、数量多，有较大的成长空间。与国企相比，民营企业在体制上更灵活，相对扁平化的决策机制也更能适应市场环境的变化，有助于经营效率的提升。在整个中国经济体系中，民营经济一直占据重要地位，它贡献了50%以上的税收、60%以上的国内生产总值、70%以上的技术创新成果、80%以上的城镇劳动就业、90%以上的企业数量。这根源于民营企业自身的优势，它的体制有利于充分发挥各项主体的活力，这样在漫长的10年长跑中，优质的民企也就更容易走出10倍股了。

第六，初始市值看，10年10倍股公司初始体量都较小。体量小，耐力强，才能跑得更快更远。32只10倍股中，只有9只股票在2008年后上市，剔除掉这9只股票，剩余的23只股票在2008年年底的平均市值为25亿元，而当时A股平均市值有94亿元。也就是说，从初始市值来看，那些走出10倍涨幅的股票最初体量都是很小的，78%的10倍股市值小于A股平均市值，10年10倍股总市值占A股总市值仅0.4%。2008年10倍股

中市值前三名为格力电器（243亿）、伊利股份（64亿）、片仔癀（26亿），在当时A股市值排名中分别是第70位、229位、530位。2018年年底这三家企业市值分别升至27位、45位、118位。所以，初始市值小的公司再加上基本面的支撑，就可以走得更高更远。

第七，业绩基础坚实、靓丽。业绩是股票投资的基础，业绩增长是驱动股价上涨最主要的因素。我们之前在估值那节讲过相对估值法，先来回顾一下公式：股票价格＝市盈率×每股收益，市盈率代表估值，每股收益代表业绩。在32只10年10倍股中，即使在最低点也只有两只股票的每股收益为负，94%的股票连续维持正的每股收益。除了每股收益外，净资产收益率也是一个衡量公司业绩的重要指标。巴菲特认为净资产收益率能常年持续稳定在20%以上的公司都是好公司，32只10倍股中有50%，即16只股票的净资产收益率高于20%，低于10%的只有7只，平均值高达19%。这说明基本面稳定、财务表现良好的公司是10倍股的共同基因。我再举个例子来说明下，涨幅倍数最高的华夏幸福，从2009年开始连续九年维持正的每股收益，连续七年净资产收益率在20%以上，最高年份达到了66%。

第八，从股权结构看，股权相对集中的企业更好。在股权集中分散程度上，这些10倍股的前十大股东持股比例约50%，只有一家企业的前十大股东持股比例小于30%。股权的相对集中可以减少公司内耗，避免公司因股权分散、内部制衡过强而造成决策效率低下。以万科为例，前几年万科不断被举牌就是因为股权过度分散，当时万科前十大股东的持股比例合计不到35%。万科与宝能的股权之争使公司的持续正常经营受到挑战，投资者利益大为受损。

总结一下，在2008年年底到2018年年底这10年期间，涨幅超过10倍的股票共有32只，我们把它们定义为10年10倍股。10年10倍股是A股市场中最优秀公司的代表，分析它们的各方面特性，我们总结概括出8点共同基因：第一，“低成本买入＋时间的玫瑰”是炼成10年10倍股的前提；第二，主板市场出现10年10倍股的概率更大；第三，新兴行业更容易出现高增长公司，医药生物、TMT和房地产行业出的10倍股最多；第四，公司所属地区多在经济发达地区；第五，民营企业更易出现10倍股；第六，公司初始体量都较小，体量小，耐力强，才跑得更远；第七，业绩基础坚实而靓丽；第八，股权结构相对集中。

A股资金大解密：谁是最大的金主？

资金面是我们做股票投资时绕不开的一个角度。一个股市要走牛，需要资金的注入，比如2014年年中到2015年年中这一波大牛市，实际上就是杠杆资金推动的，被业界称为资金牛。之后政府清理配资，杠杆资金不断被抽离，资金端去杠杆直接导致股市进入股灾模式。这就是资金面对整个股市的重要性，对于细分板块、行业、个股而言，它也有很大的作用。我们经常可以看到很多股票投资者，尤其是散户，热衷于看盘，看资金流向，希望从中发现股票涨跌的蛛丝马迹。也有小部分人利用这一点，反其向而行之，获得不菲的收益，比如说早期时候的宁波敢死队，就是把股票拉涨停，吸引散户跟随主力资金进入，然后抛出股票获利。

这节我会着眼于整个A股市场的资金格局，来分析股市中谁才是大玩家、大金主。

根据2018年年报，整个A股市场总市值49万亿元，前十大股东持仓市值35万亿元。A股的投资者结构，我们无法根据公开信息获取准确的数据，但是从上市公司定期报告中披露的大股东数据以及各机构的重仓股数据中，我们可以得到一个大致的轮廓。按持仓市值得出的前十大股东，可按身份分成两大部分：一是自然人投资者，占比37%。自然人投资者主要是两类，一类是公司的董事、高管，一类是散户。二是机构投资者，机构投资者根据Wind的分类，可以分为公募基金、保险、阳光私募等16种类型，共有近1.6万家，占据着不到25万亿元的市值，占比63%。

自然人投资者中的董事、高管，也是公司的重要股东，他们持有的股份中很多是限售的，这导致了他们虽然持股比例很高，但变动受到很大限制，增持、减持之前需要发公告。他们的增减持行为对股价有非常重要的影响。一般来说，出现大幅减持，公司股价会应声下跌，出现大幅增持，股价则会上涨。

自然人投资者中的散户，由于资金极度分散于不同个体中，再加上他们固有的劣势和毛病，经常会损失惨重。按照很多散户自己的说法，这叫作“被割韭菜了”。我们来看下散户占据的市值比例。这里我们用A股的总市值减去十大股东中机构的市值，算出2018年散户个人的持股市值近28万亿元，占比53%，不过这样计算也有误差。

我们可以从数据的变动情况来感受一下散户个人占比的变化趋势。2008年年底时，散户是股票市场上绝对的霸主，占比高达86%。但之后漫长熊市，散户逐渐退场，直到2014年、2015年那波大牛市到来，又都疯狂涌入。在2014年年中的牛市前夜，散户占比55%，而在2015年年中的牛市顶峰时，散户占比达到了58%。之后散户的比例就一路走低了，2016年年底占57%，2017年占54%，2018年占53%。在A股市场，散户逐渐离场是个趋势，但大牛市出现时，他们短期内也会受到刺激再次涌入。

机构投资者中，我们把16种类型的机构分成三个档次：第一档是金主，它们是在十大股东资金池内持股占比大于1%的玩家；第二档是参与者，它们的持股市值占比在0.1%～1%之间；第三档是占比小于0.1%，可以忽略不计。

第一档金主有5个，从大到小排列分别是：一般法人、“国家队”、保险公司、基金、陆股通。由于金主是A股市场的主要玩家，所以很多时候它们会成为整个市场的主导资金，直接影响着市场风格的变化。我们分别来说下这五大金主。

第一大金主是一般法人，占前十大股东持仓市值的46%，持仓市值18万亿元。这一类其实是个排他项，指的是所有机构类型中除了提到的类型以外的“其他”类，里面包含产业资本、原始股东中的机构法人、定增加入的机构法人等，整体比较杂，我们很少去跟踪它们的情况。

第二大金主是“国家队”，占前十大股东持仓市值的7.4%，持股市值不到3万亿元。这里的“国家队”主要是指证金、汇金、证金资管、证金定制基金和外管局旗下的投资平台这五个。我若是问大家，“国家队”这个词第一次听说是在什么时候，相信很多人都会说是在2015年。的确如此。2008年年底时，只有中央汇金持了一点儿工商银行的股份；2014年年中牛市初期时，持股数量也仅10只而已，大多还是些银行石化股；之后，哪怕是2015年年中大牛市达到顶峰时，持仓股的情况也依然未

变。但后来出现了股灾，在哀鸿遍野之下，国家开始救市，“国家队”这个概念也相应变得广为人知，它们也是从那时候起开始不停地买买买，半年时间，持股市值从过去的1.9万亿元飙到了2.8万亿元，持股数量也从过去的十几只扩到了1300多只。再之后，2016—2018年，“国家队”的持股市值占比一直都维持在7%左右。

第三大金主是保险公司，占比不到3%，持股1万多亿元。保险公司在吸收存单募资的同时，也会将它的部分资金用于投资购买股票。这方面有个热点当时受到了社会的广泛关注，那就是宝能以野蛮人的形象强硬推开万科的控制权大门。不过在国外，保险资金一直都是长线资金的代表，在市场中的占比很高。而在中国，这方面较为薄弱，在2008年年底，保险的持股市值占比只有0.4%，但之后不断提高，2014年是3.6%，2015—2018年稳定在3%左右。

第四大金主是公募基金，占比2.4%，持股9000多亿元。对公募基金，大家应该都比较熟悉，这里我就不多说了。2008年年底，公募基金是仅次于一般法人的市场第二大金主，持股市值占比8%，遥遥领先于占比0.4%的第三大金主保险公司。不过之后却逐渐收缩，2014年年中的牛市前占比是6%，2015—2017年占比分别是4.6%、4.2%、3.9%，而现在只有2.4%了。

第五大金主是陆股通，占比1.6%，持股6400亿元。什么是陆股通？这要从互联互通机制说起。过去A股与港股没有联通交集，后来有了沪港通和深港通，内地投资者可以买港股，香港投资者也可以买A股，而后者买A股的就叫“陆股通”，进入A股市场的香港资本和国际资本就叫“北上资金”。与之相对的，买港股的中国内地资本就叫“南下资金”。陆股通是在2014年才开始有的，但当时北上资金的量级很小，2015年、2016年的占比都接近0，直到2017年年底才提升到1%。

第六大金主是非金融类上市公司，占比1%，持股3700亿元。有很多上市公司会投资股票市场，2008年的时候占比0.3%，2014—2018年都保持在1.1%左右。

第二档参与者主要有7个，其中阳光私募、社保基金和QFII这3个相对持股较多，在前十大股东持股市值中的占比都在0.5%左右。剩下的4个，依次是券商集合理财、券商自有资金、信托公司和银行，它们中除了券商集合理财占比0.2%以外，其他都不到0.1%。

最后一档是“其他”，是指基金管理公司自有资金、财务公司和企业年金等，它们的持股极少，在A股中的流通市值占比近乎为0，可以忽略不计。

总结一下。资金格局对于投资者来说是很重要的。我们从上市公司定期报告中披露的前十大股东持仓以及各主要机构的重仓股数据中，大致梳理出了整个A股市场的资金结构图。2018年前十大股东中，自然投资人持股市值占比37%，机构投资者占比63%。整个A股市场中，散户个人的持股市值占比53%。而在机构投资者中，金主有6个，从大到小排列分别是一般法人、“国家队”、保险公司、公募基金、陆股通、非金融类上市公司。前几大金主是市场的主导资金，直接影响着市场风格的变化。剩下的资金主体占比都在1%以下，其中相对较为值得关注的是阳光私募、社保基金和QFII，其他都不是我们应关心的重点。

如何发现资金流向中的机会与风险？

股票市场的涨跌是由多个变量共同驱动的，其中股票市场的流动性衡量了场内资金的供需关系。抽水与蓄水的相对关系决定着资金池的体量，也是判断股市环境的重要因素之一。

股市资金的蓄水端，主要包括各类型的投资者投入的资金和杠杆放大的资金，蓄水的能力与宏观环境的整体流动性息息相关。一般关注以下投资主体的行为：个人投资者、机构投资者、杠杆资金、海外投资者。

从抽水端来说，主要包含企业的融资行为及产业资本的交易行为。融资行为包括企业IPO的数量和规模，增发配股等再融资的数量和规模。产业资本的交易行为主要关注限售股解禁规模，这反映预期流出；还有重要股东的二级市场净减持规模，这反映实际流出。

大部分时间，A股是处于“抽水”与“蓄水”的动态平衡状态，资金的短期流动并不会引起股市的剧烈波动。但是，一旦两端出现长期连续的不平衡，引起投资者对股市流动性预期的改变，那么资金面就成为股市动荡的核心因素。比如2014年到2015年6月的牛市，是杠杆资金入市推动的，随着6月监管部门开始严查杠杆资金入市，相当于关闭了“蓄水”端，行情快速转向，带来市场恐慌性下跌。所以我们可以通过观

察“蓄水”端与“抽水”端的资金流向变化，来发现股市存在的机会与风险。

资金流入端

下面我们先来看资金流入端，主要给大家讲一下可以通过观察哪些数据指标来追踪个人投资者、机构投资者、杠杆资金和海外投资者的资金流向。

一是个人投资者。根据东方财富数据显示，截至2019年1月11日，我国股票市场期末投资者账户数量总计约1.467亿，其中，个人投资者账户数量约为1.465亿，占比高达99.86%。可见，在我国股票市场中个人投资者的数量占绝对优势。个人投资者的资金流入，我们可以用证券交易结算资金指标跟踪。证券交易结算资金余额能够清晰地反映资金流入与流出情况，预示着后市的涨跌。比如余额越多，说明未来股市资金流入就越多，市场较为活跃，投资者情绪高涨，市场行情向好。

二是机构投资者。这部分数据披露比较完善的是公募基金，我们可以用新发基金份额跟踪，尤其是新成立的偏股型公募基金份额。2015年7月，是偏股型公募基金份额的爆发期。新发基金份额高，那么股市资金流入量就大，后市看涨。我们可以通过观察资金流入板块，来预测该板块未来行情走势。

三是杠杆资金。我们可以用融资融券余额来追踪。比如2013年和2014年，融资融券余额占A股总流通市值的比例从不到1%迅速上升到了4.5%以上，而这也是那一轮牛市被称为杠杆资金牛的原因。2015年股灾，资金端去杠杆，这个比例从顶点4.5%以上暴跌至2%左右。

四是海外资金，也就是境外投资者。这部分要主要关注陆股通和QFII及RQFII等的资金动态。受A股加入MSCI新兴市场指数影响，外资持续涌入。比如，2019年1月第二周陆股通净流入157亿元，环比增长144%，带动A股资金面的改善。从资金净流入的行业来看，陆股通资金短期净流入金额较高的行业，未来短期的涨幅较好。

资金流出端

与“蓄水”端相反，资金流出端则可能预示着市场的下跌，可以通过观测板块的资金净流出量来帮助我们判断市场走势。“抽水”端也包括四

个方面，我们逐一来看一下。

一是IPO。IPO是企业在一级市场募集资金的主要方式，构成股市资金的流出。因为上市企业募集资金会直接分流股市资金，而且网上公开发行需要提前冻结大量资金，可能会降低股市流动性，所以IPO的发行会影响投资者对股市流动性的预期。不过IPO实施细则的新规出台后，大幅减少了投资者申购新股时需要冻结的资金数量，因此IPO融资对股市资金面预期的影响也相应变小了。自2018年以来，股权融资规模显著收缩，IPO审核越发严格，发行速度有所放缓。

二是再融资。这是企业通过股票市场获取资金的另一个重要形式，同样会造成股市资金的流出，其中定增是上市公司近几年最主要的股权融资方式。2014年以来定增市场风起云涌，发行规模远大于IPO，是上市公司实现内生发展和外延扩张的重要手段。一般而言，再融资密集期带来的资金需求会冲击股市的流动性，从而造成市场下跌。

三是限售解禁。它对A股市场产生冲击的关键点在于减持。减持造成短期内股票供给量增加和股价下跌，同时对市场买盘资金流动性产生压力，所以很多投资者都形象地把限售解禁减持比喻为“洪水猛兽”。虽然解禁并不等同于减持，而且就算减持也不是一下子就减持完，但是对于一些众多股东的解禁限售股，投资者心理上会看空，所以股价还是会大概率下跌。

四是产业资本减持。我们知道产业资本也是二级市场不容忽视的交易主体。产业资本是公司运营的直接参与者，对公司的真实情况也非常了解，所以我们应该关注一些重要股东的增减持行为，通过重要股东的行为来判断市场未来的行情走势。2018年12月，A股产业资本大规模减持，据统计，当月净减持金额为102.181亿元，这必然带来整个市场情绪的萎靡。进入2019年，产业资本开始增持，1月第一周净增持3.91亿元，第二周净增持10.59亿元，给市场带来了很大信心。

通过以上的讲解，相信大家都明白了通过哪些指标来分析股市的资金流向以及股市的资金流向蕴含着哪些机会与风险。下面我们就来看一个具体的例子。

外资，近几年已经成为A股的重要力量。2020年4月，在海外疫情

不断加重、国内疫情相对走出、市场流动性黑洞逐渐弥补的状况下，外资逐渐重新流入。很明显外资3月流出，4月重新流入，对应在股市也是3月暴跌，4月企稳反弹。

从具体行业来看更明显。2020年3月和4月（截至21日），外资持股变动占流通市值比例最高的都是日常消费行业（3月5.7%、4月6.03%），最低的都是能源行业（3月0.55%，4月0.56%），而对应在市场表现上，3月初至4月21日，日常消费行业平均涨幅为10.3%，能源行业平均跌幅为–7%。

我们可以从“蓄水”端和“抽水”端来追踪资金的动态，从而在资金流向中发现投资机会与隐含的风险。其中“蓄水”端有四个方面，分别是个人投资者、机构投资者、杠杆资金和海外投资者；“抽水”端也有四个方面，分别是IPO、再融资、限售解禁减持与产业资本减持。

未来还有哪些增量资金可以入市？

我们已经学习了整个A股市场的资金格局，并知道了哪些主体是市场中的大金主，也学习了如何从资金流向中发现投资机遇与隐含的风险。然而这些都是基于已有的情况来进行分析的，若立足于未来，整个A股市场的资金池是在不断变化中的。从长期来看，除了上市公司的盈利增长外，资金端的增量买家、增量资金也是关键变量。如果市场只有存量资金的交易，就很容易陷入零和博弈，只有增量资金入市，牛市的基础才可能奠定。所以我们也看到，近几年来监管层一直在通过各种渠道拓展A股的资金池，从沪港通到MSCI，再到前期的外国人开户和富时罗素指数，都是为了给A股引入新的活水。这节我们就来讲下，假设A股的质量能不断改善，未来还有哪些增量资金可以入市，大致有4个来源。

第一是家庭储蓄资金

从地产投资到金融投资，家庭资产中股票资产的比例还有很大的提升空间。在中国A股市场中，散户个人的资金占比接近一半；而在美日欧等国成熟的股票市场，散户占比只有10%左右。这样看来，散户个人的占比逐渐下降是个趋势，但这并不意味着个人家庭资金就会逐渐离开股市，它们仍可以通过购买公募基金、券商资管和保险等很多机构产品

的形式投资于股市。此外，从家庭资产结构来看，中国的家庭资产仍以房产为主，金融资产为辅。根据西南财经大学《中国家庭金融资产配置风险报告》的数据，2018年，中国家庭资产中房产占比高达77.7%，远高于美国的34.6%。而股票在家庭总资产中的占比仅为8.1%，远低于全球平均水平（41%）。目前，A股市场已经基本到达估值底，正在探寻盈利底和市场底，而楼市或将长期遇冷，这样股票的长期吸引力就会相对增强，未来会有更多的家庭资金配置于股市当中。若我们以全球平均水平41%为准，假设证券类投资中有一半资金会流向股市，那就可以预计得到，未来还有9万亿元的家庭增量资金可以进入股市。不过这是立足于长期角度来看的，并且家庭资金，无论是个人散户投资还是委托各种类型的机构来投资，这部分资金的偏好股票都是较为分散、风格不一的。

第二是养老金

未来可能有更多省市的养老金入市。养老金入市已经进入实施阶段，先是广东、山东委托投资的企业职工养老保险基金，各有1000亿元，还有各省份委托投资的基本养老保险基金。截至2018年年底，已经有17个省份的基本养老保险基金入市，合同总金额超过8000亿元。这些还只是中国目前已经入市的养老金的情况。对标国际，美国、英国和日本是全球养老资产规模最大的三个国家，美国的养老资产占GDP的比重高达131%，即使看平均水平，国际主要养老金资产的平均占比也有67%，而中国只占了10%。截至2020年4月，新上市的53只新股中，养老金先后中签48只，年内浮盈已达11.33亿元。更有人做出预测，2020年社保、保险和养老金入市资金规模最高可能超6000亿元。一般来说，养老金资金会偏向安全边际更高、市场表现稳健的股票。A股的养老金概念板块中，共有33只相关标的，所属行业和市值都较为分散。

第三是社保基金

股市处于底部区域，社保基金有望加大入市步伐。社保基金是国家战略储备资金，它的资金来源主要是中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式。全国社会保障基金理事会副理事长陈文辉透露，初步核算，2019年全国社保基金投资收益额超过3000亿元。从资产配置角度来看，社保基金目前主要配置在交易类金融资产和持有到期资产上，占比分别是40%和36%。而股票投资的占比是呈上升态势的，从2008年的1.8%上升到2017年年底的11%。

以全国社保基金来看，2018年结余量方面，全国社保基金18105亿元，地方账户基金1321亿元，地方委托资金1148亿元，加起来超过2万亿元。根据社保基金管理办法规定，社保基金中的资产投资于证券、基金、股票的比例不得高于40%，这样如果静态来看（即假设规模不增长）就是8000多亿，目前存量差不多6600亿元，这样还剩余1400亿元左右。

一般来说，社保基金偏好市值较大、分红较多、盈利能力较高的股票。它们相对来说表现也更稳，行业大多集中在银行、医药、化工、电子和食品饮料。其中，持股比例排名前五的是开润股份、新纶科技、养元饮品、云图控股和拓普集团。A股中也有社保重仓概念板块，里面有147只相关标的，这些也都值得关注。

第四是以全球指数基金为代表的外资

A股国际化进程加快，在全球吸引力不断上升。2018年A股平均跌了近1/3，但它在国际上的吸引力却显著提升，依次被纳入了世界知名的三大基准指数，也就是入摩、入富和入道。此外，2018年9月，富时罗素公司首席执行官也曾公开说过，未来5～10年，以跟踪指数形式进入中国市场的被动资金，规模可达到2.5万亿美元。接下来我们就说下这方面的进展。

一是入摩，也就是MSCI。它背后是全球第一大指数公司。2018年6月，A股市场226只股票被正式纳入MSCI，这些股票还形成了一个概念板块，之前我们讲主题投资时讲到过。2019年3月，MSCI新兴市场指数将A股纳入的比例从之前的5%提高到20%。2019年5月，将纳入的股票扩展到创业板块。

二是入富，也就是富时罗素。它背后是全球第二大指数公司。2019年9月它也将A股纳入其全球股票指数体系，共分3步走，在2019年的6月、9月和2020年的3月分别纳入20%、40%和40%。预计这三个阶段会为A股市场带来121亿美元的增量资金。

三是入道，也就是标普道琼斯指数。它是全球最大的金融市场指数公司之一，美国的标普500指数就是它编的。2019年9月，1099家中国A股上市公司被纳入标普新兴市场全球基准指数，其中包括147家大盘股，251家中盘股，701家小盘股，预计A股在该指数中所占权重为

6.2%，中国市场整体（含A股、港股、海外上市中概股）在该指数中所占权重为36%。

此外，2019年4月，中国债券被正式纳入彭博巴克莱债券指数，这是继A股被纳入明晟（MSCI）新兴市场指数之后，我国金融市场又一次被国际主要相关金融指数接纳。

进入2020年以后，A股的国际指数扩容进程暂缓，参考中国台湾和韩国市场的经验，预计2020年外资整体净流入规模下降。不过考虑到全球利率环境和目前A股估值优势，资产荒情况下A股市场的长期吸引力仍然很大，境外资金流入的动力依然较足。

全球指数基金是外资的典型代表，而在中国，外资流入A股市场主要是通过QFII、RQFII以及互联互通机制。QFII是合格境外投资者在美元额度内兑换为人民币投资中国资本市场，RQFII是合格境外投资者在人民币额度内使用人民币投资中国资本市场。目前这两者已经开始合并，境外投资者申请一次资格即可两边投资，它们的额度也在快速扩容。2019年1月，QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，直接翻倍，增量额度折成人民币就是1万多亿元。截至2020年3月31日，审批QFII投资额度1131.59亿美元，审批RQFII投资额度7124.42亿元人民币，审批QDII（合格境内机构投资者）投资额度1039.83亿美元。

具体股票标的方面，三大指数MSCI、富时罗素和标普道琼斯都已经设有相关概念板块。这三个板块，尤其业绩较好的股票，在2019年对应指数的关键时间点前后，均出现较大利好。截至2019年年底，顺丰控股、驰宏锌锗、北新建材、生益科技4只股票的QFII持仓股数均超1000万股。从QFII选股偏好来看，主要注重基本面稳健的行业龙头股，例如生益科技、中炬高新等。这些具体的机构持仓明细，大家都可以在东方财富网里的主力数据中搜索到。2020年外资不断流入A股市场是确定性事件，北上资金及QFII的持仓标的值得大家关注。

总结一下。A股市场未来还有4项增量资金值得期待，分别是家庭储蓄资金、养老金、社保基金和以全球指数基金为代表的外资。A股想进一步走牛，长线增量资金入市不可或缺，未来增量资金引入的进展值得我们长期关注。

技术分析：K线真的靠谱吗？

K线的构成

在技术分析的诸多工具中，K线可以说是最直观、最方便的一种。大家在做投资的时候都免不了要和K线打交道，甚至由此衍生出笃信技术分析的一个派系。但是不知道大家有没有在使用这种方法的时候思考过：K线分析真的靠谱吗？我们能在多大程度上相信这种纯技术分析的方法呢？这节就让我们就来聊一聊K线。

K线源于日本德川幕府时代，被当时日本米市的商人用来记录米市的行情与价格波动，由于这种标画方式细腻独到，清晰明了，后来被应用到股票和期货市场中，用来记录当天股票的价格变化。K线分为阳线和阴线两种。由于用这种方法绘制出来的图表形状颇似蜡烛，加上这些蜡烛有黑白之分，因而K线图又被称作蜡烛图，K线又称阴阳线。

K线图的画法包含四个数据：开盘价、收盘价、最高价、最低价。所有的K线都是围绕这四个数据展开的，以此反映大势的状况和价格信息。最先利用K线来研究股票走势的人可以说是非常聪明的，他们利用线和柱子把股市复杂的价量关系简单明了地表现出来，把价格、时间、交易量、涨跌幅融为一体，使得分析股市变得有迹可循。

“趋势”这一概念是技术分析的核心。研究K线图的全部意义，就是要在一个趋势发生发展的早期，及时准确地把它揭示出来，从而达到顺势交易的目的。技术分析在本质上就是顺应趋势，即以判定和追随既成趋势为目的。对于一个既成的趋势来说，下一步常常是沿着现存趋势方向继续演变，掉头反向的可能性很小。

道氏理论

在明白了K线的构成之后，让我们来简单介绍一下技术分析的理论基础。道氏理论可以说是所有技术图表分析的鼻祖，我相信，只要是对股市稍有经历的人应该都对它有所耳闻，而且这一方法受到大多数相信技术分析的股民的敬重。道氏理论的伟大之处，并不在于他总结了多少技术形态指标，而在于他总结出的三大核心思想，这也是技术分析的三大基石。

一是三重运动理论。道氏将市场的走势分为三种运动，即基本运

动、次级运动以及日常波动。市场的基本运动是可以被预测的，预测次级运动很困难，而日常运动是随机的，是不可预测的，因此，市场的主体趋势是可以被预测的，而每一个价格的波动时间和位置又是测不准确的。

二是相互验证原则，尽管市场的基本运动能够为我们所把握，但是通过一种方式得出的结果，必须用另一种方式得出的结果来验证，两个指标一致才能说明我们的预测是可取的。这一原则的思想是通过带有强相关性（或品种）的价格表现的相互背离，来否定错误的预测结果。用验证来说明预测的正确性，并非仅仅依靠一个指标或一个工具将市场的预测绝对化。

三是投机原理。这一原理理解起来略有一些抽象，我们先给投机行为下一个定义：采取积极的措施，希望将自己所预期的带有很强随机性的和不确定性的事情得以实现的行为。技术分析派人士提出的“市场行为包容并消化一切”，是技术分析的三大假设之一，这是进行一切技术分析的基础。其主要思想是认为影响价格的每一个因素（包括内在的和外在的）都反映在市场行为中。它所遵循的道氏理论的一个基本原则是：“任何人所了解、希望、相信和预期的任何事都可以在市场中得到体现。”因此，市场行为也必然包括投机行为。它是市场中最鲜活的因素，它为市场带来可以被预测的重要元素。

K线的不足和局限

在明白以上三个原理的基础上，我们就能理解技术分析法存在的合理性以及其在实操过程中的实用性。

我们必须承认，技术分析有一定的实操性，它曾经为投资者带来过丰厚的回报。早年我看过一本书，叫《穿越周期的专业投机技艺》，里面提到一位投资者凭借对K线图的正确解读，在一个月内收获了35%的资本回报的案例。但是我们也必须指出，现实生活中走势图往往不能给出像以上案例中那么清楚的指示，有时甚至可能对投资者产生误导。尤其对于那些通常日成交量不足几千股的股票来说，这种走势图毫无意义。而且这种走势图只限于短期交易。事实上，想找到主力操纵的痕迹在当下股市中几乎是不可能的，没有哪个庄家能够强大到独自左右整个股市的走向。

除此之外，K线分析法在中国的使用也有一定的局限。目前A股市场基本达到弱有效市场的标准，未来市场有效性会进一步提升。根据有效市场假说，在弱有效市场中，市场价格充分反映出所有过去历史的证券价格信息，使得投资者不能通过分析以往价格获得超额利润。此时，股票价格的技术分析失去作用，基本分析还能帮助投资者获得超额利润。所以说，K线分析在A股市场的作用是有一定局限性的，而且作用会越来越小，我们切不可迷信K线。

总结一下。这一节我们简单介绍了K线的构成，技术分析的经典理论——道氏理论，并指出K线图在实际应用中的不足和局限，希望大家能够明白K线分析法并不是万能的，切不可将其作为股票投资的唯一依据。

揭秘坐庄：中国式A股的毒瘤

给大家讲一个小故事。这个故事发生在一个很贫穷的小山村里。有一天，这个小山村突然来了两个陌生人，他们跟村子里人说要来买老虎，每只老虎1000元。村民们觉得他们很可笑，便不理睬他们。但第二天，真有几个胆子大的人捉来了老虎，而他们也真的如约拿到了两个陌生人的1000元。消息一传开，村民竞相上山捉老虎，随着老虎的数量越来越少，价格也提高到1500元、2000元。第六天，老板有事回城了，只留下助手，助手悄悄召集几位村民开会，“好心”地告诉他们：“老板回来后会把老虎的价格涨到5000元，如果有人愿意以每只2500元的价格买我手中的老虎，我将乐意促成好事。”参加会议的村民得到这一“利好消息”后，都觉得这笔交易很划算，于是又把老虎买了回来。没想到，等到助手手里的老虎全部脱手后，助手也“人间蒸发”了，留下全村老少捶胸顿足！

相信很多投资者都对这个故事有似曾相识的感觉。其实股市中所谓的坐庄就是这个道理，这两个陌生人就是庄家，村民就是散户投资者，老虎就代表庄股。庄家利用资金优势和消息优势，先投入大量的资金买入低价股，再利用散布“利好消息”等手段将股价不断拉高来吸引散户。当吸引到足够多的散户时，庄家就开始高价出货。这样低价买入再高价

卖出，中间的差价就是庄家赚取的利润，这也就是整个坐庄的过程。专业些讲，坐庄就是庄家建仓、拉高股价、出货的过程，当然其中可能交织着一些为了更好达成这一目的的试盘、洗盘行为。总而言之，庄家的目的就是通过操控股票价格来赚走散户手中的钱。

股市坐庄的主要流程

那么在股市中坐庄到底是怎么操作的呢？下面我来给大家简单介绍一下股市坐庄的主要流程。

第一阶段，打压股价。庄家主要利用大盘下跌以及个股利空的方式来实现这一目的，这么做是为了在建仓的时候降低资金成本以及为之后的股价上涨腾出空间。

第二阶段，建仓。就是庄家在一段时间内不断买入某只个股的行为，通过前一轮打压股价造成市场上恐慌性抛盘，并趁机在低位进行吸筹。一旦筹码吸足后，庄家会撤掉大量抛盘，这时股价就会上涨。

第三阶段，试盘。这相当于商场正式营业前的试营业，庄家吸足筹码后并不会立马拉高股价，他们会小幅缓慢拉升，观察市场反应及股价表现，根据这些反应调整交易策略，确定拉升时间及目标价位等。

第四阶段，洗盘。庄家为了减轻日后拉升过程中的获利抛盘压力，赚取高额利润，会在拉高股价前进行几次洗盘，使原本低价时买入的散户抛出，让看好后市的投资者进入。这样一来，持股者的平均价位就会升高，方便后面坐庄操作。

第五阶段，拉升。这很好理解，就是拉高股价的意思，庄家在完成上述阶段后，就要开始利用利好消息或盘面回暖来拉高股价，以便尽快出货，赚取利润。

第六阶段，出货，庄家拉高股价后出货实现高位套现。这是坐庄的最后一步，也是事关成败的一步。有时庄家为了方便自己出货，会散布一些利好消息，吸引散户跟风买盘。

出货之后，庄家又会开始寻找时机打压股价，进行新一轮的坐庄操作，如此循环往复，不断地在股票市场榨取利润。散户就像韭菜一样，一茬一茬地被割。庄家往往运筹帷幄，通过信息战、心理战等战术对散

户进攻，引导散户一步一步落入自己设置的“陷阱”中，以夺取最后的胜利。

整个过程中，庄家的资金一般分为两部分，一部分用来建仓，在底部吸筹，待股价拉高后出货，直接在二级市场谋利，庄家主要靠这部分资金赚钱；另一部分是控盘资金，主要是用来拉高股价以及应付各种突发事件。

坐庄案例

下面我们来看一个2016年被证监会处罚的一个团伙坐庄案例，这个团队共有5人，他们曾利用其自身资金优势连续买卖首旅酒店、劲嘉股份和珠江啤酒三只股票，最后在珠江啤酒的出货阶段被证监会审查。

操纵珠江啤酒的时候，这个团队已经有了娴熟的操纵技巧和实战经验，所以在相同时间内，这一只股票收益率最高，对应的控盘程度也是相对最高的。据了解，他们当时控制了实际流通盘的大概50%左右，每天平均操作超过个股成交量的26%，差不多23个账户，对倒频率超过77%，并且还控制五个机构席位。

2014年1月到10月，珠江啤酒的走势和大盘走势明显相反，大盘横盘振荡期间，珠江啤酒走势一直平稳上行，甚至最高时逆势上涨88%。后被证实这是庄家对珠江啤酒的坐庄操作。感兴趣的朋友们可以去查一下当时珠江啤酒的K线图，从它的走势图中我们可以看出，该坐庄团队前期在疯狂吸筹，建仓迅速，不计成本。根据证监会披露的数据，他们有很大一部分筹码是通过大宗交易方式购入的，通过大宗交易方式购买股票，并且是折价，然后通过对倒拉抬价格从二级市场卖出，这种方式可以做到低成本快速吸筹。

在建仓基本完成后，该团队通过活跃游资接力拉升股价，吸引了很多投资者，他们便在做T出货拉升股价的同时趁大盘行情企稳筑底的时候不断出货，利用投资者的幻想，顺利出货赚取差价。

在出货后，他们并没有就此收手，而是又进行了新一轮的拉升出货。方法和我们上面所讲的一样：他们先是打压股价底部吸筹，然后逆势拉高股价，吸引到大量投资者之后就开始出货。但是这一次却被证监会盯上了，正所谓“天网恢恢，疏而不漏”，这个团伙最终被一网打尽。

不少投资者对坐庄有个认知误区，认为这是一桩稳赚不赔的买卖。但其实，股市坐庄即使不被处罚，也是有失败风险的。在坐庄操作中，庄家要直接参与竞局，若出现资金供给不到位、资金链断裂，股市持续低迷、散户情绪低落，股价虚高、散户参与程度低、庄家出不了货等情况，庄家资金也会被套其中，导致坐庄失败。

总结一下。股市坐庄就是庄家利用资金优势和信息优势，经过建仓、试盘、洗盘、拉高股价、出货的阶段，成功完成一轮资金进场和出局工作。接着再不断重复此过程，不断赚走散户手中的钱。所以说，坐庄是股市的“毒瘤”，现在监管部门也在严厉打击这种行为，A股中坐庄行为相比前几年已经少了很多。

第4讲 风险规避 2种主要风险类型

| 市场风险 |

风险分析：这些年股民踩过的雷

“股市有风险，投资需谨慎”是我们常听到的老话。这些年我们遇到的风险不少，乐视网贾跃亭跑路、中兴通讯事件、长生生物退市都让我们印象深刻。在这一部分，我们会带大家一一盘点这些年A股爆过的雷，打过的假，并教大家一些识别和防范风险的方法，希望能让大家在今后避免不必要的损失。

关于踩雷有两个很形象的比喻，就是“灰犀牛”和“黑天鹅”。这两个词是什么意思呢？我们知道天鹅一般都是白色的，所以当一只黑色的天鹅出现在大家面前时，我们就会惊慌失措。比如一家长年业绩不错的公司突然业绩翻脸，谁能想得到呢？因为我们已经被“天鹅是白色的”这一观点束缚住了。与“黑天鹅”相对应的是“灰犀牛”这个词，犀牛的确是灰色的，大家都知道，所以说“灰犀牛”就指的是大家都默认甚至习以为常的风险，但这个“习以为常”往往就是隐患，现在A股市场的高商誉就是一只“灰犀牛”。我们先来给大家梳理一下，这些年的“雷股”有哪些特征。

在过去的10年里，A股从2008年的1820点开始，起起伏伏，到达了2020年4月的2825点，这一路上经历了长长的熊市和短暂的牛市，有涨了十倍多的股票，像华夏幸福和长春高新；也有很多暴跌的股票，有150多家个股跌幅超过了50%，比如跌幅95%的金亚科技，跌幅91%的ST锐电；还有一些退市摘牌的公司，比如欣泰电气、二重重装。

“雷股”的行业特征

我们先来看一下，这些“雷股”在行业上有什么特征。

第一，不少“雷股”所在的行业在过去10年景气度下滑，比如光伏行

业。光伏行业出了不少暴跌的个股，向日葵、天龙光电、保变电气在这10年股价都跌了80%以上。2010年之前，光伏产业扩张过快，行业产能过剩。根据2011年6月欧洲光伏工业协会的一份报告，当时中国全年的产能已经能满足未来2~3年全球光伏市场的需求。当时中国光伏产能近90%要销往国外，主要是欧洲和美国。然而，2011年和2012年，美国和欧盟相继对中国进口光伏产品发起反倾销调查，给中国的光伏产业造成了致命的打击，行业进入寒冬。很多光伏企业在2011年之后业绩下滑非常严重，股价也连续多年调整。

第二，农业股容易出现“雷股”。这是因为农业股有特殊性，它的存货资产难以计量，容易出现“黑天鹅”事件。“獐子岛的扇贝又跑了”，这件事大家一定还印象深刻。早在2014年10月，獐子岛曾公告称因遭遇北黄海异常的冷水团，海底牧场绝收，而2018年初，獐子岛又发公告说分海域的底部虾夷扇贝存货异常，整个2017年亏了7.23亿元，这里面虽然有管理层经营不善的原因，但存货难盘点确实是农业企业的特点。

“雷股”公司层面的特征

说完了行业特征，我们再来看看这些“雷股”在公司层面一般都有哪些特征。经过梳理，我们将“雷股”分成了三类：第一类是财务造假，第二类是财务指标不健康，第三类是公司治理层面出现问题。

财务造假

这些年A股市场里财务造假的一抓一大把。财务造假的方式有很多，简单说有三种：一是无中生有，二是偷梁换柱，三是收入或费用没有按照会计准则确认。我们一个个来说。

无中生有，通过虚构业务来虚增收入。目前处在退市程序中的*ST百特（原名雅百特）就是这样一家企业，2015年借壳上市后，股价一路上升，2017年2月到了接近24元的高位。如果你是在这之后入手的，那就亏惨了。2017年4月雅百特被调查，9月被外交部证实虚构了在巴基斯坦的业务，甚至伪造了巴基斯坦政要的信函。在一系列调查后，股价在最高点之后一年多的时间里跌了94%，绝对是一颗无法挽回的雷。这类虚构业务的企业还有很多，比如昆明机床是通过签订虚假合同来确认收入，这些虚构的业务却体现到了财务报表中，如果不是被证监会查出来是会误导投资者的。

偷梁换柱，和合作方演戏来造假。这类造假并非无中生有，因为的确是有这样白纸黑字的合同，但有合作方配合演戏。*ST圣莱达在2015年11月和华视友邦签订了一份电影版权的转让协议，把华视友邦的一部电影版权作价3000万元转让给圣莱达，但还有一个条件是华视友邦需要按时取得电影的公映许可证，否则华视友邦就要多赔付1000万元的违约金。随后圣莱达向华视友邦支付了3000万元的版权费，华视友邦按时“违约”，圣莱达要求华视友邦返还3000万元并赔付1000万元的违约金。圣莱达最终收到了这笔1000万元的违约金，并确认为2015年的营业外收入。这样花式造假的目的是为了避免连续两年亏损被ST。所以，对于那些出现亏损，但是第二年“奇迹”般扭亏为盈的企业，个体投资者要格外警惕。

收入或费用没有按照会计准则确认，比如提前或者延迟确认收入和费用，都是为了让报表整体更好看。上市八年股价跌了91%的ST锐电（原名华锐风电）就通过提前确认收入，在2011年虚增利润2.7亿元，占当期披露利润总额的37.5%，2015年1月被证监会处罚。

财务指标不健康

从财务指标方面，我们总结了“雷股”的四个特征。

第一是商誉高。商誉就是一个企业在并购时溢价的部分。并购是一把双刃剑，一方面可以使公司最近几个季度的净利润大涨；另一方面如果是溢价很多倍的收购，会产生高商誉，导致很大的风险，巨额的商誉减值可能会导致公司业绩没有前兆地突然变脸。截至2018年第三季度，A股市场中共有2000多家上市企业存在商誉，其中有149家上市企业的商誉在总资产中占比超过30%，21家商誉占比超过50%。2018年业绩预告中，有54家公司预计亏损超过20亿元，其中有34家是因为巨额的商誉减值导致净利润亏损。亏损金额最大的是天神娱乐，它的商誉占总资产的近50%，2018年天神娱乐突然计提商誉减值49亿元。大额计提商誉减值的好处是既然今年的业绩已经不好看了，那就索性把所有的亏损都放进来，扔掉包袱，轻装上阵，还能在股价下跌后回购一定的股份，但是对于普通投资者来说就是巨大的损失。

第二是资产负债率高。高资产负债率使企业对风险的抵御能力下降，一旦资金链出现问题，整个企业就会瘫痪。比如做汽贸的庞大集团，上市10年来平均资产负债率超过80%。2017年，公司实际控制人因

公司涉嫌未如实披露权益变动情况等问题被司法机关调查，再加上业绩一直都很差，导致一些投资者和金融机构对公司失去信任，2017年多家银行从庞大集团抽贷共60亿元。资金链断裂导致庞大集团深陷债务危机，公司股价从4元下降到1元，跌幅70%。

第三是应收账款高。应收账款影响企业的资金周转和正常的经营活动，巨额的应收账款代表公司的变现能力低，并没有真正的盈利能力。巨额的应收账款背后往往隐藏着上市公司的“秘密”，通过应收账款财务造假的案例也是层出不穷。比如华映科技。华映科技与实际控制人中华映管股份有限公司之间有31亿元的关联交易，但由于中华映管的债务逾期问题，导致31亿元的应收账款全部无法收回。因为巨额应收账款无法收回，华映科技2018年亏损将近50亿元，在前几年业绩比较平稳的情况下突然爆雷。

第四是三费明显高于同行。三费主要是指公司的销售费用、管理费用和财务费用。过高的费率直接影响上市公司的净利润，也能在一定程度上反映公司的管理存在问题。比如人人乐，刚上市时被人们誉为唯一一家可以和沃尔玛竞争的公司。人人乐的毛利率普遍高于同行其他超市，营业收入也处于其他同行的平均水平，那是什么原因导致人人乐净利润低于同行超市的呢？主要原因是人人乐的运营费率很高，运营费主要包括销售费用和管理费用。一般超市的运营费率基本维持在18%左右，但是人人乐的运营费率达23%，比行业平均高出5个点。不要小看这区区5个点，对于大型超市来说营业总收入都维持在百亿元左右，运营费率高出同行5%就意味着少了5亿元的净利润。

公司治理层面出现问题

公司治理层面出现的问题，可以从以下角度分析。

第一是高管侵蚀公司利益。高管是一家企业的领头羊，领头羊把自身利益与公司利益分离开来，可能会通过侵蚀上市公司来满足自身利益，留给投资者一个表面鲜亮的空壳。常见的方式有并购套现、占用公司资金等。比如，金亚科技在2015年以近20倍的溢价收购一家刚成立一年的公司——天象互动，而天象互动的股东之一正是金亚科技的实际控制人、董事长周旭辉，这是典型的“左手倒右手”、利用收购输送利益的行为。

第二是大股东减持。上市公司的大股东往往是公司高管，身处高管层理应最清楚和了解公司发展的现状和未来的预期。一个公司的高管在疯狂套现，会给投资者一个利空的暗示，导致股价下跌。比如向日葵的实际控制人吴建龙，被称为“创业板套现第一人”，曾在三年间通过16笔交易疯狂套现25亿元，是向日葵股价下跌的催化剂。

第三是公司“炒概念”。近些年随着互联网和金融行业的发展，不少企业给自己贴上了“互联网＋”“金融＋”的标签。比如2014年，奥马电器通过收购中融金，发展P2P互联网金融业务。虽然站在风口猪都能飞起来，但飞得越高摔得越惨。2018年，奥马电器因旗下P2P爆雷，导致自身陷入债务危机。

第四是公司有违法行为。上市公司的信誉和形象是公司的核心，发生重大违法行为会对公司产生毁灭性的打击。2018年长生生物因疫苗安全问题被舆论推到风口浪尖，公司因违规生产狂犬病疫苗被药监局罚款91亿元，股票也因重大违法被深交所强制退市。

第五是公司“不务正业”。2018年不少上市公司因为炒股亏了很多钱，比如上海莱士。它的主营业务是血液制品，主营业务业绩一直有着不错的表现，2018年前三季度公司扣非净利润4亿元，但2018年亏损超15亿元。在主营业务表现不错的情况下为什么2018年会出现大额亏损呢？主要是因为上海莱士将主要资金拿去二级市场炒股，导致了13亿元的亏损。上海莱士在2015年的牛市通过二级市场投资赚得盆满钵满，之后每年都拿出大量资金投入二级市场，这是公司不务正业的典型表现。

总结一下。“雷股”是各有各的奇葩之处，我们把它们的暴跌总结成行业和公司两方面的原因。行业层面，景气度下行的行业和农业股比较容易出现“雷股”；公司层面，主要包括财务造假、财务指标不健康、公司治理层面三个问题。财务指标中要警惕高商誉、高资产负债率、高营收账款和高费率的公司；公司治理层面要关注公司、高管和大股东的行为。

中国式爆仓风险：董事长跑路的幕后推手

2018年，中国A股股市跌了近1/3，是公认的资本寒冬之年。随着A股市场下跌，市场上也跟着出现了些“奇葩事儿”，比如400多位董事长跑路并玩起了“失联”，80多家上市公司控制权变更。而国资频繁接盘民企控制权还进一步引发了国进民退的争议。这些热点新闻的背后都指向一个共同的幕后推手，那就是股权质押。

什么是股权质押

股权质押本质上是一种“质押式债务融资”，质权人向股东借出资金，条件是股东以股权作为质押担保，并支付利息费用。根据质权人的不同，质押可以分为两类，分别是场内质押和场外质押。质权人是券商的，需要通过交易所这个中介环节，所以叫场内质押；而质权人是银行、信托的，直接在中国证券登记结算有限公司登记就可以，我们就叫它场外质押。

既然“交易”涉及双方，那么必然存在契约，这个契约就是质押协议。质押协议主要包括三个关键的要素：质押率、融资成本和期限。质押率就是你拿抵押物去抵押融资，人家给你打的折扣，一般是40%；融资成本就是你用抵押物作为担保，借钱要给的利息，一般是7%～8%；期限则随双方协商而定，但场内质押一般最多三年。

A股市场股权质押的情况

从规模来说，A股几乎无股不押，截至2018年10月质押市值达到了4.9万亿元，占A股总市值近10%。

从质押比例，也就是上市公司质押股票数占公司总股本的比重来看，总体在22%左右，有74%的股票低于30%，5%的股票达到50%以上。

从解押情况来看，2018年质押到期规模已经上升到2.6万亿元，但是实际解押只有1.6万亿元。同时，“借新还旧”已经行不通了，质押融资额已经低于到期的需解押规模了。所以对企业来讲解押的压力也到了高峰。

质押股爆仓的机制及后果

股东还款是正常的解押路径，但应当注意，股权质押的抵押物是股票，它的价格波动性是非常大的，一旦股价不如人意，抵押物的价值大

幅下跌，质权人就有无法正常收回资金的风险。为了确保正常收回资金，质权人会对股价逐日盯市，并划定股价警戒线和平仓线，来度量质押的风险。

我们举个例子来说明这两条线：100元的股票，拿去质押融资，如果质押率为40%，可拿到40元，这时警戒线就是40元×[1＋融资成本（比如10%）]×警戒比例160%，结果是70元左右；平仓线是把警戒比例160%改成140%，结果是62元左右。当股票价格不断下跌时，跌到警戒线70元时，就会要求股东补仓了，如果跌到平仓线62元以下时还没有补仓，质权人就有权强行平仓，也就是大家听过的质押股爆仓了。

也就是说，当股价下跌到危机线，大股东不愿意或者没能力补时，就会迎来爆仓。爆仓主要会带来两个风险：一是冲击股价；二是如果控股股东质押比例过高，可能会丧失控股权。2016年，同洲电子成为第一家因大股东股权质押达到平仓线而转让控股权的公司。当时的实际控制人袁明质押给国元证券1.22亿股，占持有比例的96.53%，后来因为经受不住平仓压力，与小牛资本达成意向转让控股权，才得以解押。所以，如果股价不断下跌，对质押股东而言，压力是非常大的。

2018年股市低迷，质押爆仓风险集中暴露。比如7月13日，凯瑞德公告称，因近日公司股价下跌，股东任飞、王腾通过山西证券融资融券账户持有的部分公司股票被强制平仓，平仓数量合计547万股，占上市公司总股本的3.12%。7月17日，迪维迅也发布公告称，公司控股股东北京安策质押给德邦证券和第一创业证券的部分股票出现平仓被动减持的情况，累计减持股票占公司总股本的0.66%。大面积的质押股爆仓，使质押股东们苦不堪言。

但正如一枚硬币有正反面一样，当上市公司大股东被股权质押爆仓危机压垮时，也为外部人提供了低价接盘其股权甚至控股权的绝佳机会。2018年年初至10月，发生实际控股人变更的公司就有76家。

当时接盘的外部投资者大致有三类：国资国企、金融资本和互联网独角兽。三类投资者中，最引人注目的就是国资接盘。76家变更控制人的公司中，有近22家的接盘方是国资。国资接盘的益处主要体现在两个方面：首先，对于面临资金断裂的公司和股东来说，引入国资不仅可以缓解流动性，而且有了国企背景，公司从银行获得授信将更为便利；其次，对于国资来说，不仅可以取得控股权帮助上市公司起死回生，而且

还能因此为地方的纳税提供支撑保障。

爆仓危机下的收购最大的特点就在于转让价格极其便宜，当时甚至出现了1元购、0元购这种不可思议的案例。例如上市公司金一文化的原实际控制人将控制权转让给海淀国资委，代价只是象征性出资1元，而交易标的是1.49亿股股份，对应市值近12亿元。这还不是最便宜的，2018年5月，“*ST天业”以0元的价格将10.2%的股权转让给高新城建，而接收方背后实际是济南高新区国资委。

这波股权质押风愈演愈烈，最终引起了监管层的介入。监管层不断发布利好政策，鼓励国资、券商、险资、私募基金等各级主体帮助纾困，尤其是民企股权质押风险。2018年10月23日，深圳市政府安排数百亿元资金，帮助当地上市公司缓解短期流动性难题，打响了股权质押纾困的第一枪。在这之后，央行、银保监会、证监会、各地方政府以及沪深交易所纷纷助力股权质押纾困基金。2019年4月各地政府纾困专项基金规模已超3500亿，券商、基金、保险相关产品规模分别达2000亿元、725亿元、1060亿元，另外已有超93亿元的纾困专项债已完成发行。按此计算，目前纾困资金总规模已超7000亿元，已有至少74家A股公司宣布获纾困基金支持或正在开展合作。在各方支援下，上市公司股权质押风险逐步降低。并且，目前股市已经处于估值底部，股价下跌的空间也较小，股权质押的风险得以缓解。

总结一下。我们介绍了什么是股权质押，A股在2018年股价不断下跌时，股权质押的情况、质押股爆仓产生的机制及后果，然后也介绍了当时质押危机背景下给外部人的潜在投资机会。2018年是股权质押风险集中爆发的典型年，不过后来在多方主体的努力下，在各种纾困基金的帮助下，这个A股的系统性危机已经基本得以缓解。

中国式减持：大股东减持背后的套路

2005年6月，建设银行引入美国银行作为其战略投资者，所持股票禁售期为三年，双方在个人银行业务、公司治理、风险管理等方面进行了深入的合作。三年后，也就是2008年，解禁期到来，恰逢次贷危机爆发，美国银行在并购美林后存在严重的资本不足。为了满足资本充足率

要求，美国银行两年内连续四次减持建行H股来补充资本金，累计套现约194亿美元，这就是大股东减持背后的变现逻辑。同样，大股东减持一直围绕着A股市场。2019年1月份共有272只个股迎来解禁，以最新收盘价计算，合计解禁市值超2700亿元。定增限售股或首发限售股在解禁后会对市场形成减持压力，基于这种预期，市场会提前做出反应。但为了实现高位变现，大股东往往倾向于做高股价来获益。这节我们就来探讨这些大股东减持背后的套路有哪些。

大股东减持原因

一般来说，大股东减持出于五大动因：第一是通过减持套现。这往往发生在拥有内部信息的大股东认为公司估值过高、业绩会下滑的时候。第二是为了规避风险。当公司负债率过高、股票价格波动过大时，风险厌恶型大股东会通过减持来规避市场风险。第三是为了降低掏空成本。由于公司治理不健全，很多大股东尤其控股股东会想尽办法进行关联交易，转移公司优质资产，而置换入相对劣势的资产，从而实现掏空的行为。为了降低掏空成本，大股东在掏空部分后进行减持，从而可将持有掏空企业的成本摊薄。第四是为了优化股权结构。大股东尤其控股股东为了引入战略投资者或者实施股权激励计划，会主动释放减持部分自有股权，以优化公司股权结构。第五是为了流动性需求。公司缺乏流动性资金，大股东为了支持企业的发展而减持。

在上述五个原因中，为了获利而减持是大股东减持的最主要动因。查询上市公司大股东减持公告，我们会发现有很多令人啼笑皆非的减持理由，它们都是为了包装真实的减持动机。比如，2016年1月18日，中文在线公告称股东王秋虎因需改善个人生活，拟减持不超过201.27万股。按当时的收盘价计算，这201.27万股能套现2.59亿元。除了改善个人生活，还有还房贷、做慈善、给孩子交学费等奇葩理由。

大股东推高股价六大套路

第一，操控上市公司的重大信息披露。大股东在减持前通过披露重大信息，如业绩预增公告、战略合作、合同中标等来吸引投资者进入，抬升股价，从而实现高位减持。目前已退市的公司“湘火炬”从1998年开始，两年内频繁公告了11个项目投资，使股价区间涨幅超过900%。

第二，通过盈余管理实现精准减持。盈余管理指企业管理层为了获取私人利益，利用信息不对称，有意识地改变会计中盈利信息的行为。

大股东通过盈余管理，操纵利润来抬升股价。盈余管理配合减持使大股东攫取了巨额利益，严重侵害了中小投资者的利益。2008年2月，冠福家用，也就是现在的ST冠福，在公布的2007年的业绩快报中改变了销售收入的确认办法，将以前的“委托代销”改为“一般销售”，即在分销商收到商品后就直接确认收入，而不是根据分销商实际售出的商品来核算。会计方法的变更使公司业绩同期大幅增长。2018年1月，约2000万非流通股解禁上市，在实施正向盈余管理后，大股东实现了高位减持。随后公司发布业绩修正公告，宣布变更回“委托代销”的核算方法，前后业绩大幅变脸。

第三，实行高送转。“高”指比例高，“送”指拿未分配利润送红股，“转”指资本公积转股本，高送转即是说送红股或者转增股票的比例大，比如每10股送5股或转5股以上的股票。高送转原本是上市公司回报股东的方式，但若没有基本面支撑，高送转配合减持行为则成为大股东获利的手段。以永大集团为例，2011年10月公司在深交所上市后营收、净利润都在下滑，一直以来公司股价都表现平庸。三年禁售期一到，大股东纷纷准备减持。为了推高股价，2014年12月永大集团在公告当年利润分配预案时宣布实行高送转，甚至在2015年3月宣布了更激进的10转18派9元的高送转方案，股票8天内出现7个涨停，从预案公布前的23元飙升至102元。大股东吕永祥及其家人从2015年4月开始，一年之内四次减持，套现近70亿元。

第四，与分析师合谋，邀请分析师发出对公司的乐观评级来诱导投资者接盘。以万邦达为例，在2015年3月控股股东公布清仓式减持计划并且股价上涨到历史高点后，多家券商还频频发布“买入”“增持”“强烈推荐”等评级的研报。

第五，定向增发搭配减持来套利。定向增发是采用非公开发行的方式向特定投资者发行新股。首先，定增时往往折价发行，价格远低于二级市场，投资者持股成本低。其次，定增股份的锁定期较短。基于以上两个原因，大股东通过定向增发低价持股，当定增后的良好市场预期拉高股价时再进行减持。

第六，通过并购来推高股价。当上市公司所处行业不景气，业绩大幅下滑时，可通过并购来收购优质资产，提升业绩或者实现业务转型，重大资产重组公告发布后会激发股价上升，此时就是大股东减持套现的最佳时机。中电电机大股东在2018年3月减持解禁股前，公司曾发布并

购公告进行重大资产重组，虽然之后以标的资产估值难以达成一致为由终止了并购，但复牌后公司股价仍经历了一段时间的上涨。

总结一下。我们认为限售股解禁后会形成减持压力，大股东减持出于五大动因，分别是套现获利、规避风险、降低掏空成本、优化股权结构和满足流动性需要，其中套现获利是最主要的动因。而大股东为了实现高位减持套现，通常会运用一些手段来推高股价，常见的套路有操纵重大信息披露、盈余管理、实行高送转、与分析师合谋、定向增发和并购六种。希望投资者在上市公司公布以上信息时能把大股东的减持计划综合起来对比分析，摸清上市公司的真实意图。

杠杆配资：股灾的罪魁祸首还能信任吗？

2019年元旦后A股市场开始上涨，两个多月的时间内上证综指就涨了20%。随着股市的回暖，一些场外配资公司开始蠢蠢欲动，可能大家在朋友圈也经常看到配资广告或者接到一些配资公司的宣传电话。据一些配资公司网站显示，目前最大的杠杆可以达到10倍。从数据看场内融资，2019年2月1日融资买入额只有970亿元，占A股成交额的7%。而一个多月后，3月8日，融资买入额已经高达5600亿元了，金额翻了5倍多，融资买入占比也升到了10.36%。而场外配资的情况只会更严重。也因此，证监会在2月25日直接发布公告称，已注意到近期场外配资增多，将密切关注，并加强交易全过程监管。

为什么杠杆配资刚有抬头之势，就引起证监会如此关注？原因是四年前的股灾很大程度上就是它背后助推的。杠杆配资本身只是一种工具，但在放大收益的同时也放大了风险。而现在昔日的股灾罪魁祸首卷土重来，我们还能信任它吗？我就以2015年股灾为背景，给大家讲一下杠杆配资。

什么是杠杆配资？

举例来说，我们现在有100万闲置资金准备投入股市，在行情大概率看涨的情况下想获取更多的收益，这时我就会考虑进行杠杆化投资交易。以100万作为保证金，按照1：3的杠杆配资后，就可撬动400万的

资金，起到以小博大的作用。和我们在前两节讲过的股权质押爆仓风险一样，杠杆配资也会设置预警线和平仓线，当投资者无法及时追加保证金时，就会被强制平仓。

A股市场上的杠杆配资分为两种，一种是场内配资，一种是场外配资。场内配资指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物来进行融资或融券交易的行为。融资交易指借入资金、做多买入证券，而融券交易指借入证券、做空卖出。场外配资即指场内融资融券业务以外、未纳入监管的民间资本市场配资杠杆化行为，是配资公司在投资者原有资金的基础上按照一定比例提供资金供投资者使用的业务，简单来说就是向配资公司借钱炒股，目前主要通过结构化信托产品和互联网金融平台进行。

两者有什么区别呢？首先，受监管程度不同。场内配资会受到监管层的严格监管和风控约束，而场外配资难以被规范和统计监测。其次，融资融券业务对投资者门槛和杠杆比例都有要求，证券公司只能为开户满6个月、最近20个交易日的日均证券类资产不低于50万元的客户提供融资融券业务，杠杆比例一般为1。而场外配资投资者门槛较低，由于处于灰色地带，杠杆较高，风险较大。

杠杆配资为什么是**2015**年股灾的罪魁祸首？

2014年6月，上证综指只有1700多点，短短一年时间内，上证综指就突破4000点。在2014年A股市场开始上涨后，融资公司就闻风而动，携手证券公司、电子软件公司开通配资平仓信息系统发展场外配资。在宏观经济不景气及融资融券门槛高的情况下，大量没有风险抵御能力的散户通过场外配资放大了可操作资金，进入股票市场。2015年1月5日两融余额为1万亿元，而到了5月20日就突破了2万亿元。此外，2015年6月多家券商估计当时场外配资市场规模约2万亿元。大规模的高杠杆资金入市推动了2015年的牛市。

2015年1月证监会开始规范两融业务，当时市场过度担忧股市下跌，证监会连续两次紧急澄清，缓解了市场恐慌情绪。再加上当时整体处于政策牛市，甚至有重要媒体发文称4000点才是A股牛市的开端。整个市场都沉浸在乐观的氛围中而忽略了很多隐藏的风险，也忽略了一些要去杠杆的信号。6月13日，证监会发布消息称，“禁止证券公司为场外配资活动提供便利”，市场开始进一步去杠杆，严查场外配资，两融也持

续收紧，股市不断下跌。又由于很多炒股的资金都是杠杆资金，损失被成倍放大，抗风险能力低的散户没有能力补仓，很多都被强行平仓了。配资买的股票被强平后，股票卖出数量变多，股价进一步下跌，使更多的配资股被强平。这种负反馈使股市连环暴跌，股市进入股灾模式。所以市场普遍认为，大量违规资金以场外配资的进入导致了2015年A股市场的暴涨和急跌。

如何看待杠杆配资

任何事物都有两面性，杠杆配资也是如此。规范的融资融券业务是成熟资本市场的特征之一。我国从2010年3月开始实施融资融券制度，从境外发达国家的经验来看，融资融券交易可以将更多的信息融入证券价格，为市场提供双向的交易机制，提高了证券价格发现的效率，并且在拓宽证券公司业务范围的同时也增强了证券市场的流动性，但对于场外配资，我们应持更加理性的态度。从2015年的经验来看，投资者的散户化和羊群效应在场外配资市场得到充分体现。我们应更加关注场外融资的风险性。首先，场外配资的低门槛、高杠杆极易与投资者风险承受能力形成错配。当股市下跌时投资者没有能力及时补仓，配资股连环引爆对市场将造成极大威胁。其次，一些互联网场外配资平台由于不需要在券商处开立个人证券账户，极易隐藏违规交易。并且证券账户由配资公司和投资者共同掌握，安全性不高。

总结一下。我们主要以2015年的股灾为背景讲了杠杆配资。首先，杠杆配资分为场内配资和场外配资两类，两者在受监管程度、合格投资者管理、杠杆比例设置方面有所差别。其次，我们认为杠杆配资尤其是场外配资是造成2015年股灾的最重要原因。最后，我们阐述了场外配资的风险，认为对杠杆配资应持理性态度。

中国式虚假概念股：哪些风口炒不得？

A股市场有一大“中国特色”，就是喜欢炒概念，有些概念还蛮有意思，比如喜欢炒地图的，有“北雄安，南海南”这一说法；还有喜欢炒科技的，虚拟现实、无人驾驶，新鲜概念层出不穷；前段时间Wind还出了个业绩爆雷指数，居然表现还不错。但实际上，很多概念一般持续时间不长，炒作痕迹严重，不少散户想在其中捞一笔，却最终成了被割的韭菜。我们就给大家梳理三类A股市场中炒不得的概念股：一是概念自身

有问题的；二是概念自身没什么问题，但却是蹭热点的，公司并没有这项业务；三是概念自身没问题，也老老实实在做，但是距离实现还很远的。我们先来了解一下这三类概念。

第一类：概念自身有问题的

P2P就是属于这类概念，这种网贷方式并不是非常靠谱，我们很难知道平台另一端拿了钱去做什么，很容易卷款跑路。而且这里面的监管也不完善，2018年7—8月，很多P2P平台爆雷，波及一些P2P概念股。A股市场中过去也有许多P2P概念股，如奥马电器、深南股份、熊猫金控等等，这些股票在2018年第三季度时都经历了20%～30%的跌幅。在P2P风险暴露之后，很多公司忙着跟P2P撇清关系，比如熊猫金控在2019年2月就剥离了银湖网这一P2P业务，把互联网金融业务全部出售了。

共享经济概念也是一样的问题。就拿共享单车来说，前几年炒得风生水起，当时有很多种共享单车，但是现在大部分都倒闭了，最早的ofo小黄车也曝出了挤兑押金的新闻。所以共享单车这种商业模式的底层逻辑是值得商榷的，这是一个门槛不高，拿钱烧就能烧出来的行业，没有了资金的支撑，单就每次1元钱的费用很难实现盈利。回过头看当时的概念股，有做共享单车的上海凤凰，也有做共享汽车的力帆股份，股价在最近一年的表现都很差。上海凤凰的股价在2016年年底到达了历史最高点46元，但是目前只有10元左右了。

还有像乐视这样的“互联网＋”概念，“互联网＋”其实是一个很新颖的商业模式，但是乐视吹得太过了。2015年的乐视看起来无所不能，做手机，做电视，还做体育，在体育这个细项里还有足球、篮球、网球、高尔夫等等，这么大一个生态圈怎么可能做得下来呢？所以当这些新兴概念吹得满天飞时，我们要有足够理性的认识。

第二类：蹭热点的概念股

这类公司的特点是把各种热点都往自己身上贴，以求股价上涨。近些年，抖音火遍全球，在A股市场中也出现了“抖音概念股”。2018年5月10日，引力传媒回复投资者提问，说目前已经和抖音等热门短视频达成了重点合作，结果第二天就被打脸，抖音官方回应“近期并没有与这家公司达成‘深度合作’”。虽然被打脸，但是股价还是噌噌往上涨，四天里三个涨停板。股价上涨后，公司就发布了高管减持计划，随后股价一路往

下跌。这是引力传媒有争议的一个地方。

除了蹭抖音，还有蹭区块链的，比如易见股份。在2016年年报中，易见股份提到了在探索区块链技术的应用；在2017年半年报中，易见股份明确提出“成为国内首家在供应链领域落地区块链技术的企业”。单从这些公告来看，易见股份似乎是一家在应用区块链技术的企业，股价伴随着区块链行情在2018年1月连拉5个涨停板。不过在上交所的严格督查下，易见股份终于承认：并未从事市场所认为的区块链业务。随后股价开始下跌，这一区块链概念龙头股落马。

抖音和区块链概念都不能算作虚假的概念，还是有其内在合理性的，但是这些公司蹭热点，往自己脸上贴金，就有点儿过分了。对于这些公司，我们可以细查一下它们过往的年报、季报，看看到底具不具备这方面的实力，以免被这些公告误导。

第三类：概念很美好但是落地很远的一些概念股

工业富联这家公司的全称是“富士康工业互联网股份有限公司”，从名字就可看得出来，工业富联打的是工业互联网这个概念。这个概念自身没什么问题，工业互联网是国家战略方向，而且工业富联也是实实在在的制造业，不是蹭热点。但如果我们查看工业富联2018年给出的招股说明书，就会发现它近三年来的代工收入占总营收的比重都在90%以上，代工业务毛利率非常低，而自己研发的工业机器人和精密工具占比仅3%。这就是说目前的工业富联依然是一家代工为主的企业，距离真正成为一家工业互联网企业还有很长的路要走。

同样还有很长的路要走的还有VR概念，这个概念始于2015年，当年Wind的虚拟现实指数上涨了165%，有很多公司进入了这个行业。这里面有实实在在做虚拟现实的，像川大智胜，通过图形图像技术获收4000万元；也有在这里面蹭热点打酱油的，像当时的岭南园林在2015年就开始宣传要建立虚拟现实乐园，可是到目前也没有给出具体建设的情况，2018年全年相关的搜索结果寥寥无几。虚拟现实技术在这几年里进展其实并没有达到预期。早在2016年很多人就预测虚拟现实技术会在未来3~5年内普及，然而现在到了2020年，貌似离普及还差得很远。2016年所面临的一些问题，如用户安全、内容管理、隐私管理等问题，现在依然存在，所以说VR虽然前景广阔，但是距离落地和盈利还有很长的距离。

总结一下。我们说了很多概念，这些概念要么虚，要么假。像VR、工业互联网目前还比较虚，我们知道它们未来前景不错，但是目前还难以看到具体的成果。而P2P和共享单车这样的概念，现在看来是被市场否决了的。对于这些概念和概念股，我们要有足够理性的判断：一是借助公司往年年报判断是不是有这个实力，二是判断这个概念前景究竟如何，是短期资本炒作起来的，还是有长期配置价值的。只有拥有冷静的判别能力，我们才能做出正确的投资选择。

如何识别上市公司的造假套路？

近些年来A股上市公司财务造假的新闻层出不穷，2013—2017年就有59家上市公司因财务造假问题被证监会处罚，给投资者造成了巨大损失。财务造假的套路有很多，我们这节给大家讲一讲常用的八种造假套路以及识别套路的方法。

第一种：直接虚构主营业务收入

虚构收入就是无中生有，是这八种财务造假套路中最恶劣、最过分的。金亚科技在上市之前通过虚构客户、虚构业务、伪造合同来虚增利润，以达到发行条件。上市之后又故技重施，董事长亲自指挥公司财务人员，进行“全面”的财务造假。据说每个季末财务人员会将真实利润数据和目标利润数据报告给董事长，最后由董事长来确定当季度对外披露的利润数据。虚构主营业务收入的还有雅百特，雅百特直接虚构了在巴基斯坦的海外工程，伪造了全部单据，直至巴基斯坦方面回应称没有合作项目，才将这个弥天大谎揭穿，雅百特因此被称为A股的造假大王。所以，对于业绩一直不好的企业，业绩突然有了质的飞跃，投资者要格外警惕和注意。

第二种：提前或推后确认收入

权责发生制要求企业只有在履行完合约义务时才能确认收入，提前确认或者推后确认都是违反会计准则的。恒顺众昇（现在改名叫“青岛中程”）为了避免亏损，在合同未完工的情况下提前确认了2.92亿元的收入，使2014年的财务指标转亏为盈，董事长被罚10年市场禁入。这个例

子提醒投资者，对收入波动比较大的公司，需要对合同的履行情况做重点分析，尤其是有完成度情况的建造工程。

第三种：转移或少计费用

有的上市公司为了虚增利润，有些费用根本就不入账，或由母公司承担。比如*ST昆机，2013—2015年公司实际内退了657人，但在财务记录中内退374人，通过少计内退人数减少管理费用2000多万元；其间高管的薪酬也全部没有计提，少计管理费用共312万元。要识别这类造假，应该观察企业业绩与费用是否匹配，如果费用下降很快，就要着重观察企业是否有少计费用的行为。

第四种：提前或推迟确认费用

同收入一样，权责发生制要求只有在实际发生费用时才确认费用。比如大智慧公司曾把年终奖推后发放，本应该在2013年确认的3000多万元年终奖，推迟到2014年1月发放和记账，这使大智慧2013年净利润增加了2500万元。对于这类造假，也应该重点分析费用的异常变化。

第五种：多提或少提资产减值准备

资产减值准备有八种，如存货跌价准备、坏账准备、固定资产减值准备等等。计提的原因很直接，应收账款变成坏账了当然要计提损失，扣掉利润，这里面有很多操纵利润的空间。光伏企业向日葵在2012年亏损3.5亿元，其中有1.72亿元的资产减值损失。第二年，向日葵通过存货跌价准备转回0.53亿元，于是2013年扭亏为盈。这一来一回就有点操作利润的意思。为什么这样说？因为如果照常经营，公司在2012年和2013年都会亏损，所以向日葵就把所有的亏损都放到了2012年，而在2013年通过逆向操作扭亏为盈，这就是常说的“业绩洗澡”。如果一家公司在净利润0线附近反复波动，那就需要仔细看看它是不是在通过资产减值准备这个科目操纵利润。

第六种：非经常性损益突然增加

非经常性损益指的是与企业经营没有直接关系的收入或支出，像政府补贴、自然灾害造成的亏损等都属于非经常性损益，这些收入和支出对最终利润有一定影响。比如我们在前面提到的圣莱达，它是一家做水加热生活电器核心零部件的公司，2015年12月预计全年净利润亏损，就动起了用非经常性损益填补亏损的歪脑筋。当时圣莱达和一家影视公司

签订合同，规定一个月内如果影视公司没有拿到一部电影的版权，就要赔偿圣莱达1000万元，果然，一个月后圣莱达就把这1000万元收进腰包，计入营业外收入，最终避免了全年的亏损，实际上是两家公司一起演了一出戏。要识别这类造假，可以看报表中收入结构这一栏的异常变动，如果前三季度主营业务亏损，第四季度突然通过非经常性损益使得全年总利润转负为正，就得警惕这个非经常性损益的来源。

第七种：虚增资产和漏列负债

虚报一些资产和隐瞒一些负债都可以让财务报表更好看。比如，龙力生物在2017年年报中隐藏了16.8亿元的借款，隐藏的目的有两个：一是减少借款产生的财务费用，提升业绩；二是隐藏旧借款去贷新款。如果不是因为债务违约被证监会调查，龙力生物可能还会一直“借新补旧”。对普通投资者来说，我们很难去识别此类财务造假，但也不是没有办法，比如一家公司账上有充裕的货币资金还大幅举债，就说明这些货币资金可能存在一定的问题。

第八种：重组造假

这里说的造假并不是对自己公司造假，而是对要重组的非上市公司造假。步森股份是一家服装出口的上市公司，2014年的时候总市值已经很低了，基本上成了一个空壳。它想通过重组康华农业进入农业行业。初衷和想法都是不错的，但问题就在于康华农业的数据严重注水。2011—2014年，康华农业每年虚增了40%的收入。其实早在重组公告发布后，就有人撰文质疑重组了，这类文章如果有理有据，是值得投资者看一看的。

总结一下。八大类造假套路有直接虚构主营业务收入、提前或推后确认收入、转移或少计费用、提前或推迟确认费用、多提或少提资产减值准备、非经常性损益突然增加、虚增资产和漏列负债、重组造假。要识别这些套路需要投资者对财报中的异常变动保持警惕，除此以外，我们还可以关注网络上的质疑文章，如果言之有理，都是值得参考的。

IPO与注册制：打新股还靠谱吗？

有的人说，中国股市就是“韭菜收割机”，90%的普通股民在市场里都赚不到钱。2015年股灾时，中国著名军事专家张召忠将军就在节目里吐槽过股市，说自己写书赚的钱都交给了老伴儿，老伴儿拿去炒股，结果都没了。但在IPO核准制的背景下，即便是普通散户难赚钱的A股，也有一个几乎肯定能赚钱的方法：那就是打新股。即使什么都不懂的股民，只要打新股中签了，就能“闭着眼睛赚钱”。

但是最近有一个很明显的迹象，就是我国不断积极推进A股的注册制改革，科创板正式推出并试点注册制。那么，在注册制的大趋势下，未来打新股还会靠谱吗？

什么叫打新股

所谓打新股，是指用资金参与新股的申购，一旦中签，就买到了即将上市的股票。打新股有诸多门槛，首先，申购新股是按市值配售的，在新股申购两天前的20个交易日里，你的账户平均每天要持有市值一万元以上的股票；其次，每个人可以打的数量也有限制，沪市市值每一万元可以申购1000股，深市市值每5000元可以申购500股。沪深两市分别每1000股、500股配一个申购号；最后，对资金实力也有要求，一旦中签，在结果公布当天24点之前，资金账户中要有足够支付新股申购的资金，否则，不足的部分视为放弃认购。

为什么打新股能赚到钱

这主要源于我国的股票发行机制。2001年以来，我国实行股票发行核准制，核准制带有行政参与色彩，为打新赚钱创造了客观的市场环境。在我国核准制的背景下，证监会制定了新股发行价格不得高于行业平均市盈率等一系列规则，这就把市场竞价变成了政府定价。于是，本来市场估价市盈率该有几十倍的新股在发行时很可能以十几倍市盈率就卖出去了，这就把股民们高兴坏了，这么便宜当然得买，于是蜂拥而上，一旦打中，就可能赢得许多倍的市值，有人形象地称其为彩票中

奖，打是撞运气，打中几乎必赚。比如2018年11月上市的中贝通信，发行价为9.42元人民币，到2019年3月2日就涨到了每股35.5元，最高达到了每股42.5元，差不多是发行价的4.5倍。

注册制下的股市

但值得注意的是，核准制下几乎必赚的打新股，在注册制下可就不见得这么好运了。我们来看看注册制和我国现行的核准制的主要区别。核准制遵循实质管理原则，证券监管部门需要对公司是否符合法定条件、是否具备投资价值以及是否具有良好的发展前景进行实质性判断。而注册制遵循公开原则，监管部门的关注点在于对企业进行合规性审查而不在于判断其盈利能力和投资价值。也就是说，注册制下，审核机关只需确定发行人提供的材料完全真实合规，做到充分的信息披露即可。

相对于核准制来说，注册制下的股市会呈现三个特点。

第一，“壳价值”将越来越低。这是因为核准制下IPO周期长、成本高，急于上市融资的企业有时会借壳上市，而业绩不佳的上市公司就能成为稀缺的“壳资源”。如360借壳江南嘉捷、贝瑞和康借壳*ST天仪等。第二，IPO将更加高效。在内地，由于审核流程多，IPO上市需要的时间相对较长。如药明康德在港交所从申报到上市仅用了一周，但在A股市场用了半年多的时间。第三，新股上市多，中签率高，破发多。香港采用注册制，2018年共有208家企业在香港上市，其中有99家是内地企业，而在A股上市的企业只有108家。上市表现来看，在港股208家上市公司中，上市首日出现破发的个股达66只，占比32%，到年底共有150家公司破发，破发比例高达72%，而2018年A股新股破发率只有9.8%。

注册制对打新股的三点影响

第一，上市公司良莠不齐，“打”到的新股质量难以保障。由于注册制下，上市门槛放宽，取得上市资格已经不再是优质企业的信号。在这种情况下，如果我们没有一双“慧眼”来识别优质公司，那么就算中签，“签”的好坏也得不到保障。如港股亚历氏电讯公司（ATLINKS），是世界知名的电话机制造公司，虽然经历了首日挂牌的暴涨，但由于公司后期业绩不佳、毛利减少，短暂的辉煌后就一直处于下跌状态。截至2018年年底，跌幅比例高达82%。

第二，就算打到的是优质股，也可能被市场看衰。如2018年5月，

顶着“独角兽第一股”光环的药明康德在A股上市后取得了16个连续涨停，在港股却并不被看好。12月13日，药明康德首日在香港上市就出现了盘中破发的情况。除了独角兽概念股一地鸡毛，生物科技类的新股也难以幸免，比如年内首发价最高的百济神州–B首日收盘就低于发行价108港元每股，歌礼制药–B上市后股价即遭“腰斩”。小米2018年年初曝出上市行动时的估值是1000亿美元，到7月9日股票发行时估值只有543亿美元。然而，就算以询价下限进行定价，小米首日开盘后也没有逃过跌破17港元的发行价的命运。

第三，定价机制更趋“市场化”，一、二级市场之间的溢价水平降低。在注册制下，公司价值不再由监管机构确定，而是在充分披露信息后由市场决定。这样一来，新股的溢价空间也不如原来那么高了，甚至还有可能出现负溢价的情况。如港股2017年年末上市的隆基转债，其转股溢价率就达到了–30%。因此打新也不能保证赚取高溢价收益了。

总结一下。我们介绍了打新股的概念，打新股能赚到钱与我国新股发行制度是核准制密切相关。而未来我国股市会逐渐走向注册制，注册制与核准制最主要的区别是不会对盈利能力和公司价值进行审核判断。注册制下，股市“壳价值”越来越低；IPO会更加高效；新股上市多，中签率高，但破发多。这样，打新股就会受到三点影响：一是上市公司良莠不齐，“打”到的新股质量难以保障；二是就算打到的是优质股，也可能被市场看衰；三是定价机制更趋“市场化”，一、二级市场的溢价水平降低。目前，我国股市注册制时代仍未到来，只是科创板的试点初现微光，但注册制俨然已经成为未来股市发展的方向，A股在这个探索过程中也会越来越健康。

处罚：A股市场不能碰的5条红线

随着资本市场监管力度的不断加强，越来越多的上市公司和投资者因违法违规行为被证监会行政处罚。2018年全年证监会共做出行政处罚决定310件，比2017年多86件，没收罚款金额106亿元，市场禁入50人，处罚力度有一定程度的加强。据证监会的行政处罚情况，我们总结了5条A股市场不能触碰的红线。

第一条：上市公司信息披露违法违规

2018年，信息披露违法类案件处罚56起。根据《证券法》和《公司法》的要求，上市公司应当按时、准确地披露公司报表和有可能对公司股价造成较大影响的事件。如果上市公司披露的信息有诱导和欺骗投资者的目的，就是信息披露的违规违法行为。在信息披露违规违法的行为中，最常见的是上市公司的财务造假，我们在前面已经讲过了常见的造假手法和案例了。最恶劣的是隐瞒重大违法行为，比如2018年的“疫苗门”事件，大家被长春长生的假疫苗弄得人心惶惶，长春长生最终成为第一家因重大违法行为被强制退市的上市公司。上市公司有时还会通过中介机构来误导投资者，专业的中介机构的违规信息披露有着更高的隐蔽性与更强的误导性。比如九好集团利用重组财务造假，但审计机构利安达会计师事务所却出具了无保留意见的审计报告，最终利安达事务所也被证监会顶格处罚。违规披露虽然是上市公司的过错，却会导致股价暴跌甚至退市的后果，给投资者带来巨大的损失。

第二条：内幕交易

2018年，内幕交易案件处罚87起，是行政处罚中发生概率最高的类型。上市公司的高管、券商从业人员、银行从业人员，都可能利用职务之便获得普通投资者无法获得的内幕消息，谋求私利。曾被誉为“最懂资本”的省级高管、“股神”陈树隆也因内幕交易而落马。2009—2015年，陈树隆利用职务之便，给他选中的上市公司大量优惠政策和财政支持，在芜湖通过动用国有资产“坐庄”股市，在内幕信息敏感时期买入股票，因内幕交易非法获利1.37亿元。陈树隆已经被“双开”，等待他的是多年的牢狱之灾。利用非公开信息牟利的还有原华为副总裁李一男。2014年，李一男从华中数控总裁处得知华中数控重大资产重组的内幕消息，随后借用他人账户大量买入华中数控股票，并将消息告知亲属，通过内幕消息获利700多万元。对于投资者来说，如果有上市公司高管、券商从业者朋友要给你透露消息，你一定要抵制住诱惑。

第三条：操纵市场

2018年，操纵市场类案件处罚38起。操纵市场是指主力资金利用资金优势，在多个账户之间，采用频繁申报、撤单、对倒（自买自卖）等形式制造市场假象，引诱投资者在不了解事实的情况下做出投资决定。比如，“宁波敢死队”队长徐翔，在2010—2015年，曾经与13家上市公司的高管合谋操纵公司股票交易。上市公司先发布利好的消息，然后由

徐翔操纵多个账户在二级市场上连续买卖，拉升股价；等到股价拉升后，大股东减持，徐翔通过大宗交易的方式接盘，再在二级市场上抛售，大股东获利之后再与徐翔分成。操纵市场的还有马永威，这个“85后”动用2.9亿元的资金通过底部吸筹、边建仓边拉升的方法，仅用8个交易日就从操纵“福达股份”中获利2000多万元。对普通投资者来说，在股价出现异动时，要警惕是不是背后有操纵市场的行为。

第四条：编造传播证券虚假信息

2017年7月，市场曾经有一则消息称复星集团董事长失联，然后迅速被多家网站转载。第二天，复星集团控股和参股的境内外多家上市公司股价大跌。而事实却并非如此，证监会事后经过调查发现，这是同花顺网站的自动抓取系统出了故障，抓取了2015年的陈旧信息，但在文章录入审核时没有发现问题，将其作为即时新闻发布了。2019年1月底，有部分自媒体报道“新任证监会主席记者招待会”的内容，但实际上当时并没有记者招待会。对于投资者来说，需要对市场上的消息加以甄别，有时候出现的“重磅利好”可能是有水分的，一旦被证伪，市场可能会出现大的波动。

第五条：私募机构和证券从业人员的违法违规行为

2018年一共处罚34起这类违规行为。2018年上半年，证监会对453家私募机构进行检查，其中139家存在违法违规行为，违规比例高达30%。私募机构的违法违规行为包括非法集资、挪用基金资产、向非合格投资者募集资金等等，这都是极不负责任的行为。证券从业人员是不能买卖股票的，但是实际上很多从业人员并没有严格按规定办事，不少人在管理别人的证券账户。2018年，50多名证券从业人员因违规操作被证监会处罚，其中27人是因为炒股被处罚的。比如太平洋证券一营业部的总经理，在2013—2016年通过控制别人的证券账户进行交易，获利1400万元；还有先后任职于南方证券、中投证券的林庆义，在券商工作期间通过朋友的账户进行证券交易，累计交易金额高达50亿元，林庆义从中获利7000万元。

这节我们总结了A股市场不能触碰的5条红线，分别是上市公司信息披露违规违法、内幕交易、操纵市场、编造传播证券虚假消息以及私募机构和证券从业人员的违规违法行为。对于投资者来说，有几点需要注意：第一，规避有财务造假嫌疑、违法嫌疑的公司；第二，如果有上市

公司高管、券商从业者朋友给你内幕消息，你一定要忍住诱惑；第三，在股价出现异动时，要警惕是不是背后有操纵市场的行为；第四，如果有媒体或其他的非官方渠道传出的上市公司重磅利好或者利空的消息，需要认真辨别信息的真假。

退市：如何提前发现公司有退市风险？

2018年10月19日，中弘股份因连续20个交易日的每日收盘价均低于股票面值（1元）而被深交所强制退市。位列2018年十大熊股之首的中弘股份，成为A股史上首例因跌破面值而退市的股票。虽然股票市场的价格充满随机波动，难以预测，但公司的退市并非毫无征兆，往往有迹可循。这节我们就来探讨如何提前发现公司的退市风险。

我国的退市制度和退市股票

目前我国退市制度包括主动退市和强制退市两种，其中强制退市是主要内容。强制退市有三个过程：退市风险警示处理（即交易所在公司简称前加*ST进行风险提示）、暂停上市和终止上市。

强制退市指标分为量化指标和非量化指标两类。量化指标包括财务类指标和市场类指标。财务指标分别对连续几年净利润是否为负、净资产是否为负、营业收入是否低于1000万元做了不同的规定。市场类指标包括收盘价和交易量两种，股票连续120个交易日累计成交量低于500万股或者连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值（1元）将直接终止上市。非量化指标对虚假报道、未及时披露信息、违法犯罪、欺诈等行为做出规范。证监会规定其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的企业应终止上市。

从1999年开始到2018年底，A股市场共有100家公司退市，平均每年5家。退市公司主要集中在材料和资本货物这两个行业，合计占55%。从退市的原因来看，公布的原因共有6种。我们将因连续三年或四年亏损、其他不符合挂牌的情形、暂停上市后未披露定期报告这三种原因而退市的公司归为被动退市公司；因吸收合并、私有化和证券置换而退市的公司归为主动退市公司。在100家公司中被动退市公司达到55家，占比55%，略高于主动退市公司。其中，净利润连续亏损是主要原因，占比49%；吸收合并是第二大原因，占34%。这些公司或是因为业

务重组，或是因为借壳上市而选择主动退市。

因为不同原因退市的公司结局也大相径庭。49家被强制退市的公司只有*ST云大一家经过重组变成太平洋证券重新登录A股市场，其余48家公司都转移到了新三板市场。9家因私有化而退市的公司，仅东方锅炉经过重组以东方电气登录A股市场，其他公司都退出资本市场。34家因吸收合并和2家因证券置换而退市的公司全都以全新的身份重新登录A股市场。3家因暂停上市后未披露定期报告的公司退市后在新三板市场进行交易。综合来看，主动退市的公司大部分都以新的身份继续在A股市场上交易，被动退市的公司大部分都转去新三板市场或者直接退出资本市场。

公司退市风险信号

那么我们可以通过哪些信号来提前发现公司的退市风险呢？

根据退市的原因和退市制度的要求，我们总结出有三类退市信号。

第一类是财务类指标，包括净利润、净资产和营业收入。ST是一个重要标志，关注ST股票最近的一年净利润、净资产是否为负，营收是否低于1000万元，可以判断企业是否将被暂停上市；企业被暂停上市后最近一年三个指标如果没有改善，将面临退市。2018年6月25日，山东地矿就因最近两个会计年度审计结果显示的净利润为负而被实施退市风险警示处理，之后更名为*ST地矿。根据净利润、净资产、营业收入这三个财务指标对所有A股进行筛选后，我们发现金洲慈航2019年年报显示净利润为负，若2020年年报业绩仍未改善，将被实施ST。

第二类是市场类指标，包括收盘价和成交量，如果股票连续120个交易日累计成交量低于500万股或者连续20个交易日每日收盘价均低于1元，将面临直接退市。

第三类公司是否有重大违法、虚假报告或者没有及时披露信息等行为。

值得注意的是。过去交易所强制公司退市主要偏重财务类指标，尤其是净利润指标。市场类指标从2012年开始出现在退市制度中，但是六年来没有一家公司因为股价等市场交易类原因而退市。而美国主要看重市场类指标，因该项指标而退市的公司比例远高于我国。财务类指标易

于操纵，上市公司可以用一些财务伎俩粉饰报表，从而达到虚增利润逃避退市的目的，所以我国企业退市较少。而市场类指标由于影响因素较多，参与者数量较多，上市公司难以控制，所以市场类指标相比财务类指标更加客观，也更有效。不过，最新的迹象表明未来我国企业退市的原因将出现新的变化。

一是市场类指标开始在退市中起作用。中弘股份因连续20个交易日每日股票收盘价均低于股票面值1元而退市，这是我国股市退市的一大进步。由于A股市场此前没有出现因股价跌破面值而退市的先例，不少投机资金豪赌中弘股份峰回路转起死回生，在停牌前的两个交易日大举杀入，结果纷纷踩雷。

2018年三季度中弘股份股东总户数约27万户，值得注意的是，相较于二季度末股东数量，三季度股东户数增加了约3万户。10月17日，也就是中弘股份停牌前第二个交易日股价涨停，银河证券上海长宁区镇宁路、东方财富证券拉萨团结路第二营业部分别买入795万元、664万元。中弘股份的退市将使投资者面对低购买成本时更加理性。

二是未来涉及公共安全、公共健康违法的公司将面临退市。长生生物虚假疫苗问题引发社会的极大关注，证监会紧急修改退市制度，在重大违法强制退市的情形中增加了“其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为”，长生生物成为A股史上首只因重大违法而被迫退市的股票，相关领域企业的违法成本将提高。

总结一下。我们了解了我国的退市制度，分主动退市和被动退市两种，并从数量、行业分布、原因三方面了解退市股票概况。我们认为提前发现公司退市风险的信号有三类，并提出两个未来企业退市原因的新变化。希望大家在进行股票投资时能警惕股票的退市风险。

交易制度：“T＋0”能够实现吗？

2019年，科创板即将设立的消息刚一出台便引爆市场。其中，一项关于恢复“T＋0”交易制度的建议引发市场热议。之所以说“恢复”，是因

为早在1992年，上海证券交易所就曾经实行过“T＋0”交易制度。但是，在“T＋0”交易实行之后，A股市场暴涨暴跌成为常态，大小散户均被疯狂收割。直到1995年，为保护中小投资者，监管层才决定将“T＋0”交易调整为“T＋1”交易，并一直沿用至今。最近，是否放开“T＋0”交易制度又再次成为股市的热门话题。2017年前“T＋0”的尝试以失败告终，那么2017年以后的今天，“T＋0”能够实现吗？

首先要告诉大家的是，所谓“T＋0”和“T＋1”都是一种股票交易制度，“T＋1”是在当天买入股票后，必须在第二个交易日才能卖出，而“T＋0”是在当天买入股票之后当天即可卖出。“T＋0”制度由于允许股票日内买入后卖出，所以市场流动性会更强，日内的套利交易将更频繁，有助于更好地实现二级市场价格发现的功能。而“T＋1”制度，由于限制日内交易行为，在一定条件下可以降低日内交易量。对于投资者结构以散户为主、换手率过高、市场风格偏投机的中国市场，“T＋1”制度起到了一定的投资者保护作用。

“T＋0”的优势

具体而言，相对于“T＋1”，“T＋0”制度的优势有四个。

第一，可以允许投资者及时止损。当投资者买入后，证券出现单边下跌的情况，在“T＋1”的交易制度下，投资者在当日将无能为力，而“T＋0”则提供了及时止损的制度便利，防止被套牢。

第二，可以允许日内调仓，活跃证券市场交易。日内买入卖出将增强资金的灵活性和使用效率，在资金存量单位时间一定的条件下，增加证券交易量，起到增强流动性和活跃市场的功能。

第三，有更佳的价格发现功能。只有充分交易，才能准确反映当前投资者对于证券的预期价值。“T＋1”制度无法真实反映证券供需，是一种定价机制的缺陷。

第四，有利于实现证券活动的公平性。机构投资者相对于中小个人投资者在资金规模、证券持有数量、对冲工具上具有先天的优势。“T＋1”限制中小投资者日内的多空转化，在对冲措施不充分的情况下，给中小投资者带来损失。

“T＋0”的劣势

但“T＋0”的劣势也有不少，最主要体现在这样三个方面。

第一，“T＋0”会增加券商的结算风险。由于当日可进行证券的多次买进卖出，证券交易频率较高，而证券清算交收存在一定时滞，通常为1天以上。投资者在买入证券后，当日卖出的只能是“尚未到账的应收证券”，因此“T＋0”交易本质上是一种信用交易。证券公司出于做大交易规模，赚取佣金等利益驱动，可能会允许投资者进行大量透支交易。一旦出现风险失控，导致资金交收违约，将影响证券登记结算体系的安全。

第二，“T＋0”会助长投机风气。“T＋0”将可能导致因交易量上升而带来日内股票波动性的增强。这一点从海外或境外市场对于日内回转交易的投资者资格限制、交易次数限制等规定亦可见端倪。就拿美国来讲，虽然实行的是“T＋0”，但“T＋0”的回转交易主要对信用账户开放，通常情况下并不适用于现金账户。对于信用账户，美国相关部门也会通过对账户保证金的监管来控制风险，而荷兰则是通过证券交易委员会对相关的投资者进行许可证管理来控制风险。

第三，目前我国股市的特点暂时不适用于“T＋0”。目前中国股市存在日均换手率偏高、散户投资者占比较高、资产管理机构考核标准短视的特点，这些我们前面都讲过，这里就不重复了。总之，这些特点共同决定了我国股市是一个投机性高的市场，尤其是最近A股表现优异，导致市场普遍有较高的情绪，交易量上升，市场情绪盲目乐观，更加剧了市场的投机性，这时采用“T＋0”可能会进一步增加股市的风险。

因此，要想实现“T＋0”制度，监管层和市场必须对实行时间、实行范围以及实行条件限制有足够的关注，确保在时机成熟、市场机制成熟、市场环境合适的时候方可采用。总而言之，对于当下我国的股市来说，完全放开的“T＋0”是不现实的，因为A股市场内在深层的矛盾在短时间内还无法解决。但“T＋0”作为成熟市场的比较普遍的交易制度，A股的确需要向其靠拢，在靠拢的同时我们也可以充分借鉴其他市场的成熟做法，比如对投资者设置准入门槛限制、设置回转交易规模限制、进行回转交易证券试点等。

总结一下，我们简单介绍了“T＋0”和“T＋1”两种交易制度，“T

+0”日内交易的特点给它带来了四个优势：一是可以允许投资者及时止损，二是可以活跃证券市场交易，三是有更佳的价格发现功能，四是有利于实现证券活动的公平性。同时它也有三个主要的缺陷：一是会增加券商的结算风险，二是会助长投机风气，三是我国股市目前的特点暂时不适用“T+0”。但是A股市场国际化的发展方向是明确的，我们不应该因为目前的不合适就放弃“T+0”，而是要逐步完善我国股票市场，努力向“T+0”靠拢。

第5讲 思维升级 投资者的自我修养

时间的玫瑰：耐心是第一法则

巴菲特、费雪、芒格等投资大师无一例外地都在强调长期投资的价值。“如果一家公司的股票你不想持有10年，那么你就没有必要持有10分钟了。”巴菲特这句最广为人知的名言表现出了他一生的投资原则——长期持有，同时也反映出时间是最有价值的资产。

我们为什么要坚持长期投资？

沃顿商学院杰里米·西格尔教授的经典畅销书《股市长线法宝》里有一个小案例。假设1802年，三个美国人手里各自有1美元，每个人基于自己不同的风险偏好进行投资。第一个人惧怕风险，选择购入1美元黄金；第二个人选择购入1美元国债；第三个人喜欢冒险，选择买入股票。如果长期持有，到2006年时它们的价值分别为多少呢？扣除通胀后，黄金的价值大约是2美元，债券的价值大约是1000美元，股票的价值大约是76万美元。最惨的还不是购入黄金的人，而是不做任何投资的人。如果1美元从1802年开始不做任何投资的话，到2006年1美元的购买力只有0.06美元，贬值99.4%。我们可以从这个小例子中看出时间在投资长河中体现出的价值。

但是你可能会讲，现在已经是2020年了，2006年的例子不能适用于今天。大家可能觉得最适合长期投资的资产是房地产，因为房地产拥有保值、风险小等特点。但是根据瑞信2020年2月最新发布的《瑞信全球投资回报年鉴》，相比长期和短期债券，股票依旧是全球表现最出色的长期金融投资品种。在过去的120年间，全球股票实现了5.2%的实际年回报率（即调整通胀因素后），而长期债券和短期债券的回报率分别为2.0%和0.8%。过去10年，全球股票表现尤其出色，实际年回报率为7.6%，而长期债券的实际年回报率为3.6%，也相当不错。自1900年以来，全球股票表现比短期债券表现每年高出4.3%。投资股票获得的终值财富是投资短期债券的165倍。你可能会说股票收益率高的同时伴随着高风险。其实随着持有时间的不断加长，股票的持有风险会大幅度降

低。根据杰里米·西格尔教授的研究，股票持有期达到15年和20年，股票的风险就会低于固定资产，达到30年，股票的风险就只是债券和票据风险的1/4。

你可能会觉得中国的A股市场较为特殊，美国的经验我们不能借鉴，那我们就来看一下A股的数据。上证指数近10年的低点是2018年12月底的1820点，最高点是2015年6月的5166点，虽然上证指数看似止步不前，但是我们将2009—2018年这10年的个股数据拿出来看，10年10倍的股票有32只，更别说有涨了50倍的华夏幸福、22倍的长春高新和20倍的片仔癀。虽然国内股市存在种种问题，但是将持有时间拉长至10年甚至20年，不乏牛股的出现。选对一个好公司并长期持有，回报还是相当丰厚的。比如大家熟知的万科上市至今涨了247倍，茅台上市至今年涨了157倍，云南白药上市至今涨了138倍，还有很多涨了百倍的企业。

当然，我们讲的长期投资不是死死地抱住一只股票，长期投资对选股有着极高的要求，要选择一个伟大的企业并长期持有才能将收益最大化。比如茅台，商业模式非常简单，毛利率在90%～92%之间，净利润超过50%。茅台有着足够宽的护城河，经营壁垒也足够高，在中国白酒文化的加持下，茅台基本就是液体黄金。好的股票不代表不会跌，茅台经历过两次60%多的股价下跌，两次都涨了回来。好股票即使下跌，给它充足的时间，它还能涨回来。

长期投资最需要的就是耐心与坚持

机会都是给那些耐心的人的。贝佐斯曾经问巴菲特：“你的投资体系那么简单，为什么你是全世界第二富有的人，而别人做不到？”巴菲特回答说：“因为没有人愿意慢慢变富。”现在很多人都想一夜暴富，但股票市场是一个投资的市场而不是投机的市场，投资最主要的目的是对抗通胀。一味求快的投资是相当危险的，我们在长期投资中面对的最大困难就是耐心与坚持。以巴菲特为例，如果有人有幸可以在1956年给巴菲特募集的资金投入1万美元，等到1962年时1万美元就变成了6万美元。这时正值越战，在战争的影响下你会不会看衰美国经济，会不会将本金拿回呢？之后伯克希尔的股票经历过多次断崖式下跌，比如1973年美国经济大萧条时伯克希尔每股跌了50美元，在1987年的股灾中每股跌了1000美元，在1990年的海湾战争中每股跌了3400美元，在1998年收购保险公司的过程中每股暴跌了近4万美元。如果在这几个期间短线操作

的话，可能需要承受巨额的亏损，但没有多少人能坚持持有伯克希尔直到30万美元一股。短期来看这些波动是有价值的，但是在历史的长河来看优秀企业的股价都是持续上升的。

影响长期持有的两大因素

我们不能做到耐心持有股票主要有以下两个因素。

第一，资金压力。目前这个阶段，大家一定不要借钱或者是卖房炒股。在计算家庭的全部必要开支后，如果还有闲余资金，可以使用闲余资金进行投资。如果是借钱或者卖房炒股，股价的每一次跳动都可能牵动你的神经，从而严重损害生活质量和生活幸福感。长期持有股票会有较高的亏损容忍度，可以解放神经，不因股票暂时的价格波动而精神崩溃。

第二，从众心理。大家都很喜欢比较，看到别人通过炒股挣钱就也想自己通过炒股发家致富。但是因为自己没有判断力，看别人买入就买入，别人卖出就卖出，很容易就被套牢了。最典型的例子就是2017年疯长的比特币，2017年比特币涨至接近2万美元，很多人认为可以继续疯长，跟风投资，然后就被牢牢套住，现在比特币仅仅值7000美元左右。

优秀企业即使短期股价有所波动，长期来看也都是在持续上涨的。在长期持有优质标的的过程中，我们要学会耐心与坚持，不听小道消息，不随意跟风，不举债炒股，这样就可以像巴菲特一样慢慢富起来。

逆向思维：危机中被忽略的投资机会

在宏观经济低迷和黑天鹅事件频发的环境下，如何识别市场中的投资机遇是非常关键的。正所谓危机、危机，危中有机，有的时候危险的表象背后往往也蕴含着投资机会。但是，大多数人都会在危机前逃跑、危机中倒下，却很少有投资者能逆向思维，把握危机中的投资机会。在这里，我们将危机大致分为三类，并探讨其背后可能蕴含的投资机会。

宏观经济危机下的投资机会

2018年宏观经济下行，叠加中美贸易摩擦影响，股价平均跌了1/3，很多人纷纷对市场失去信心。但任何事情都有两面性，宏观经济

的下行期并不意味着就完全没有投资机会。我们可以从行业和公司层面来逆向思考。

从行业层面来看，虽然经济衰退时大多数行业都处境艰难，但有些行业在经济形势艰难的情况下也表现出繁荣的迹象。比如经济低迷时有3个典型的受益行业：

第一，低端烟和酒。金融危机中，很多人失业或被降薪了。忧愁伤感环绕下，廉价低端的烟和酒成了最好的情感寄托。

第二，文娱。电影是经济的反向指标。在1929—1933年的大萧条中，美国电影行业迎来大发展，影片因慰藉了现实中深陷困难、失业潦倒的普通民众而盛行。同样，法国的旅游业在1960—1980年经济萧条下开始火爆，出版发行市场也逆势上扬。

第三，口红。每当经济不景气的时候，口红的销量反而会直线上升，这就是我们所说的“口红效应”。因为在经济不景气时，人们有强烈的消费欲望，而口红作为一种廉价的非必要品，可以起到很好的安慰作用。

从公司层面来看，在宏观经济危机、市场系统性行情低迷下，本身质地非常优秀的企业受困于整体行情，股价下跌，公司价值往往被低估。在这个时候持有该类标的，只要行情转好，就会获得收益。而且在估值低位买入优质标的安全边际更高，经济转好后可以获得更高的收益。

接下来我举个奢侈品的例子。路易威登集团目前旗下有高达70多个世界顶级品牌，是全球最大、市值第一、销售额和影响力都排名第一的奢侈品集团帝王，1990年至今，集团的股票价格上涨了17倍。回顾其发展历史，抓住宏观经济危机背后的机会，持续低价并购优质标的并整合协同好，是其持续稳健发展成长的重要原因。梳理它的至少62次并购时间点，尤其是大品牌的并购，可以发现多集中于美国经济下滑的20世纪80年代后期、东南亚经济危机的20世纪90年代后期和互联网泡沫破灭的21世纪开端。

事件型危机下的投资机会

事件型危机是指行业或者企业因利空的突发事件，使公司自身甚至

行业都被拖累下行。但这时候往往也是危中有机的典型代表。一方面，公司本身遇到危机，会使其估值大幅下降，如果挺过了这段困难时刻，就会慢慢恢复，那么在危机的时候也是低价买入的好时机；另一方面，若公司在危机后被迫离场，那么行业中其他质地优秀的公司可以瓜分它离场留下的空白市场份额。我们依然举例来说明。

2008年乳制品行业爆发三聚氰胺事件，三鹿倒下，连累整个行业个股暴跌，板块全年平均下跌57%，伊利股份成为ST股，市值跌到不足50亿元。2012年塑化剂事件，整个白酒板块深度调整将近两年，个股平均跌幅70%，茅台最低跌到了118元，市值不足目前的1/6。然而事件结束后，伊利、蒙牛以及茅台市值成倍增长。再说个例子。2018年长生生物假疫苗事件爆发后，股票市场中先是疫苗行业整体受挫，之后行业的优质个股大力反弹。

梳理这三个例子背后的逻辑：（1）它们大多是消费必需品；（2）一个巨头的倒下，往往会成就行业内的其他巨头；（3）行业监管走向清正，乱象得到终止，行业长期受益。

股权质押型危机下的投资机会

这类危机比较特殊，一方面它既是整个A股市场系统性风险的代表，另一方面也是公司个体或股东自身过去行为在行情退潮后所必须要买的单。股权质押本质是以股票为标的抵押物的债务融资，本身并不是风险，但为了保护债权人利益，就会有质押率、平仓线，而当股价不断下跌时，抵押物价值也不断缩水，如果公司或股东之前质押融资过多，加了太多杠杆而又无力补仓时，就只有看着质押的股份被平仓，而且还会对股价产生负反馈。

然而，股权质押爆仓的债务危机，也会成为外部人低价接盘上市公司控制权的好机会。上市公司控股股东在质押爆仓的压力下，很多时候会努力引入战略投资者，甚至直接出让控制权。这也就意味着质押比例高的公司，尤其是控股股东质押比例很高，面临平仓却又资金链紧张、无力补仓的公司，可能会成为市场上低价入股甚至获得控制权的潜在标的。

2018年年初至9月底，上证指数从3000点下降到2700点，股市暴跌，很多公司核心股东的股权质押触及平仓线，平仓压力上升，而企业

资金链紧张之下无力补仓，只有努力引入白衣骑士。在这段时间内，有158家大股东将股权转让，76家公司变更实际控制人。回顾这些股权质押危机中出手投资的案例，可以发现有个明显的特色，那就是价格极其便宜，甚至1元购、0元购。过去，A股市场的壳价值少说也有数亿元甚至几十亿元，还有控制权溢价等，但现在，面对资金链紧张、股权质押平仓的压力，很多资产甚至控制权都变得非常便宜，近乎免费就可以获得。比如，金一文化曾“1元卖壳”给海淀区国资委。金一文化陷入了股权质押危机后，公司原实际控制人将控制权转让给海淀国资委，代价只是象征性出资1元。虽然海淀区国资需要为公司提供30亿元流动性支持，如提供融资、提供增信、引入新的资金方、搭建新的融资渠道等，但相比价值近12亿元的股份，甚至还包括实际控制权溢价，近乎无成本的代价是正常时期无法想象的。

总结一下。危机即危中有机。我们将危机分为三类，认为三类危机背后仍蕴含着投资机会：一是宏观经济危机下的投资机会。经济低迷时也会有受益的细分行业，比如低端烟酒、口红等，而且系统性低迷时正是低价入手优质标的的好时候，排名全球第一的奢侈品帝王路易威登给我们提供了范例。二是事件型危机下的投资机会。当行业或公司突发特殊利空事件时，公司若能挨过之后慢慢恢复，则当时就是出手的好时机；若不能挨过或元气大伤，则会利好行业内的其他巨头。三是较为特殊的股权质押型的危机下的投资机会。股权质押危机爆发后，外部人可以廉价入股接盘被质押压垮了的上市公司的控制权。

投资误区：避免5种非理性投资行为

大家可能或多或少都听说过历史上有名的郁金香事件。16世纪晚期，郁金香从土耳其引入西欧，由于这种花外形好看又特别稀少，欧洲的贵族把拥有它视为财富与荣耀的象征，这个时候投机商看到了其中的商机，大量囤积郁金香球茎，推动郁金香的价格不断升高。慢慢地，欧洲民众也看到了此中的获利机会，开始像投机商一样狂热地炒郁金香，都想从不断上涨的价格中得利。但到了1637年2月，郁金香市场突然崩溃。接下来的六个星期内，郁金香的价格平均下跌了90%，产生了人类史上第一次有记载的金融泡沫。通过这个例子，我们可以看到非理性投

资行为产生的后果是极为严重的。

第一种非理性行为是羊群效应。就像上面描述的郁金香效应一样，羊群效应通俗来讲就是羊群中的领头羊走到哪儿，后面的羊群就会跟到哪儿，全然不顾身边是狼还是更嫩的草地，这种行为更多指的是一种从众心理。盲目“跟风”的结果，我们大家应该都懂，结局可能不是被骗就是损失惨重。比如2015年我国股市大牛的时候，很多投资者在行情大涨时盲目买进，甚至买了许多妖股，比如暴风科技、金亚科技、特力A等等。当时这一系列妖股的成交量非常高，但大家可能都忽略了它们的风险。就拿暴风科技来说，2015年3月24日它在深交所挂牌上市，此后一口气拉了29个一字涨停板，5月6日稍事歇息，5月7日开始再连续6个涨停。5月21日，暴风科技股价盘中冲高至327元，相对于7元多的发行价涨幅接近50倍。大家看到一只股票疯狂上涨，都追着买入，我们称之为“从众追涨”。但很多时候，投资者在股票连续下跌时来不下车，甚至不愿意下车。伴随着大盘调整，暴风科技股价从高点摔落，最低曾跌至71元，仅为最高价的20%。盲从的后果是很严重的，我觉得投资者更应该在交易之前就设定好自己的止损点和止盈点，很多涨势过快的投资标的很有可能就是一个泡沫，我们应该及时、果断地做出判断。

第二种非理性行为是过度自信。许多投资者在投资过程中客观性不够强，经常会根据过往的投资经验去做一些主观臆断，觉得自己决断力好，投资方向正确，自己的组合可以跑赢大盘。对于有一定专业素养、对金融体系有所了解的投资者来说，这种情况尤为明显，这些投资者觉得自己能力过关，能够把握住行情，甚至短短几天就做了数十笔交易。加州大学对市场的长期调研显示，过度自信进而产生频繁交易的投资者收益比市场平均收益低了30%左右。如果要避免过度自信，就需要对自己多加质疑，寻找可靠的数据支撑，避免频繁地去做一些交易，白白增加交易成本。我们应该从业务的可持续性、公司财务等方面寻找潜在的业绩增长点，进行一些合理的长期规划。

第三种非理性行为是赌徒谬论。赌徒谬论指投资者认为某一个随机事件发生的概率与之前发生的情形有关，就像扔硬币时，很多人都觉得之前很多次都掷了反面，下一次掷成正面的可能性就会变大。所以，赌徒谬论更多地体现在“赌”这一心理上，很多投资者在遭遇惨重损失后，总觉得自己的股票马上就要涨了。就拿2020年年初的电子、通信行情来说，价格涨势基本上一直持续，并且还不断冲高。所以说投资者要保持

理性，如果要从概率的角度思考，要明白每次掷硬币的概率都是等同的，要学会排除之前事件的干扰，保持相对的客观。

第四种非理性行为是损失厌恶。我们大多数投资者都不愿意面对损失，特别是在短期亏了的时候，很多人都会觉得慌乱，然后纷纷出逃，忽略长期可能的增长性。现在我给大家设定一个情景，你参加一个抽奖活动，有两个选择，第一种选择是有100%的机会获得50元，第二种选择是有50%的概率获得200元、50%的概率损失100元时，你会选择哪种？我想更多人会选择前者吧。我们每个人都有切身体会，不愿面对损失，就算我们在两笔不同的投资中分别亏了和赚了相同数额，也会更后悔遭受的损失，这时候得到的收益甚至在心理上都不能补偿我们。但实际上，我们做投资，需要有一定的损失承受力，损失后所要做的也是保持冷静。特别是，如果你只盯住了短期，就会对长期趋势的判断产生偏差，认为小小的波动都会引起大风大浪，这样配置资产的方式就偏保守了。所以我觉得投资者应更加关注标的的长期发展方向，包括综合考虑政策走向，明确利好和利空消息，不要把自己限制在那些日常的噪声中。

第五种非理性行为是忽视风险。我们对高风险高收益产品的热衷，更多的时候可能是一种铤而走险。许多投资者听信某些所谓投资顾问的推销，对收益率高的产品情有独钟，但却完全忽视了背后的高风险。2018年6月，我国的P2P平台开始相继爆雷，前前后后累计108家，其中不乏“钱满仓”“唐小僧”“联璧金融”这些较为知名的品牌。在这场爆雷潮中，承担了大额损失的投资者不在少数。我们很多人对风险的认知都只停留在表面，甚至还有部分平台对于风险的宣传选择刻意回避，最终给投资者造成的损失是不可估量的。所以，投资者在做出决策时，对标的的背景信息应该有足够的了解和认知，尤其是要了解收益存在的不确定性。

总结一下。这节讲了羊群效应、过度自信、赌徒谬论、损失厌恶和忽视风险5种较为常见的非理性投资行为，也给大家提出了一些规避的方式。在整个投资过程中，寻找可靠数据和信息的能力是非常重要的，我们要根据已披露的合理信息进行判断，决策时应该冷静客观，不要盲目跟风，不要频繁交易，应该全面了解投资标的的性质和风险，别在投机和侥幸心理下做出冲动的选择。

投资纪律：除了止损，还要遵守哪些铁律？

在投资中，最容易被人忽视但又至关重要的就是投资纪律，投资界的大牛都有自己的铁律。比如金融大鳄威廉·欧奈尔曾经讲过：“止损是股市投资的头号原则。”威廉·欧奈尔在股价跌7%~8%时会选择及时止损。那么对投资者而言，有哪些投资的纪律是一定要遵守的呢？我总结了7条投资铁律。

第一，一定要学会止损。止损，听起来容易做起来难，因为大多数投资者都存在损失厌恶的心理。在股票亏损的时候很多投资者选择继续持有，想象着哪一天股价上涨可以解套甚至是盈利。但是在大部分情况下股价会继续下跌，直到投资者自身心理无法承受更大金额的损失后再选择割肉退出。要知道如果在投资中损失了50%，必须要等到资金翻倍才能回到最初的起点，不及时止损可能会带来巨大的亏损。中航油的亏损事件大家应该有所耳闻，中航油被国家批准购买期权来对抗油价波动的风险，但它却拿来当投机的工具。中航油规定亏损的上限是500万美元，达到这个金额后必须斩仓。但是在公司亏损达到上限后，总裁陈久霖并没有及时止损，而是继续大规模进行期权交易，最终亏损越来越大，达到5.5亿美元。投资者在投资之前一定要根据自身的风险承受能力设定止损线，一旦亏损达到止损线就及时抛售，以防亏损进一步扩大，不能抱有“赌徒谬论”的心理。

第二，独立思考，拒绝羊群效应。羊群效应是形容大众容易盲目从众而做出的非理性行为。如果个人投资者的力量迅速聚集就会形成羊群效应，比如2015年的牛市，很多投资者看到他人在股市收获了可观的收益，头脑一热盲目进入股市，新增投资者的数量创下历史新高，很多投资者在股票高价时买入，在熊市来临时集体恐慌使股价加速暴跌，导致很多投资者并没有赚到钱。在投资中要拒绝“羊群效应”，学会独立思考，要经过自己的调研和深思熟虑后再做出相应的行动，不要盲目跟风，不要被情绪主导了行为。

第三，分散投资。我们都听过“不要把鸡蛋都放在一个篮子里”，但是很多投资者实际上会直接满仓一只股票，这是极其危险的投资行为。比起购买单一投资产品，更好的办法是分散投资，降低投资风险，比如我们可以通过买指数基金的方式来稳定收益率。一个分散化的投资虽然可能不会给我们极高的投资回报，但是可以稳定收益率，避免出现因一

只股票暴跌从而导致投资者的损失无法承受的情况。我们也可以根据不同的风险承受水平，投资基金、股票、债券、房地产、对冲基金等多种投资工具来降低投资风险，稳定投资收益。

第四，在投资的过程中做到不贪婪。股价不会永远上升，一定会存在波动。投资者可以在确定自己赚钱后及时脱手，不要因为不甘心少赚而恋战。在投资中贪婪的结果往往不但没有获利，反而会被套。还是2015年的例子，当大盘涨到3000点的时候大家认为大盘会涨到5000点，当大盘到达5000点时，很多人喊出了10000点不是梦的口号。很多企图以最高的价格卖出股票的股民，可能因为没及时脱手到现在还被牢牢套住。要知道，股市永远不存在最高的价格，只有可以使投资者盈利的价格。

第五，顺势而为，不要逆流而上。我们要做趋势的朋友。这里的趋势指的是宏观经济、行业景气度。比如2008年经济危机全球经济下行，这自然也影响到了A股，上证指数从2007年10月的6100点跌到2008年年末的1600点，跌幅达到72%，市值缩水20多亿元。据统计，2008年每位股民平均亏损13万元，在都处于亏损的大环境中，想逆势而为基本上是不可能的。2011年在光伏行业遭遇行业产能过剩和欧美反倾销反补贴打击之后，整个行业利润大幅下降，像向日葵、天龙光电等公司，股价在两年内跌了80%，行业内基本没有个股幸免。因此，在趋势下行时要学会迅速退出战场，与趋势为敌无异于螳臂当车。

第六，放眼未来，不沉迷过去。一方面，不能死盯着过去自己在投资中的辉煌业绩，也不要因为过去的失败而变得不敢投资；另一方面，在选择投资工具时不要把过去的业绩作为选择投资工具的唯一标准。像2017年诺安双利在开放性基金中排名第一，到2018年排名就排到了后40%。明星基金中少有可以蝉联前几位的，排名波动很大。投资者在购买投资产品时不能把往年收益率当作唯一参考。

第七，学会耐心，不要频繁操作。大家对巴菲特都很熟悉，他投资生涯50多年，年化收益率超过20%。巴菲特有自己的投资纪律，他曾经讲过："如果你没打算将一只股票持有10年，甚至都不用考虑持有10分钟。"长期来看可以决定股票价格的只有公司的价值，但是短期来看有太多的因素影响着股票价格，在股价波动中频繁操作是极不理智的行为。频繁操作的结果往往是在股票高价时购入，在低价时卖出，成为被市场收割的韭菜。

7条投资纪律，分别是学会止损、独立思考、分散投资、不贪婪、顺应趋势、放眼未来和长期持有。这7条纪律，看起来并不困难，但实际落实还是非常考验心理的，大家可以尝试在平时的投资活动中，把这些投资纪律执行起来。

附录 2009—2019年A股Top10牛股分析

回顾2009—2019年这10年，A股市场起起落落，上证综指年化涨幅4%，3000多只股票中大部分跑输大盘，甚至有1/3的公司股价是下跌的。但与此同时，也有1259只股票年化收益跑赢上证综指，一部分公司成功经受住了几次危机的考验，成为穿越牛熊的大牛股，其中不乏涨了10倍以上的10倍股。我们梳理了近10年年化收益率最高的10只牛股（剔掉了近5年新上市的公司），发现有两个非常普遍却又非常显著的特征：一是占据好的行业赛道。就像芒格所说，宏观是你必须接受的，行业也是如此。如果选择了好的行业赛道，就如同进入了一部上升的电梯；而如果选择了一部下行的电梯，再怎么努力也很难成为牛股。二是在自己的赛道里构筑深广的护城河。短期可以靠概念炒作和资本运作，但长期只能靠内功，要么是核心技术，要么是独特模式，要么是品牌价值，总要有一个别人无法模仿和赶超的优势。

1.华夏幸福（**600340**）

上市时间：2003年12月30日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：5342%

年化收益率为：49%

最低点：2009–01–08，0.46元

最高点：2017–04–12，45.94元

华夏幸福成立于1998年，号称是中国领先的产业新城运营专家，但实际上主要是个房地产公司。它成立之初就是做房地产开发的，2002年开始专注承接综合性园区的建设与运营。公司主要依托“政企合作”的PPP模式，通过签订排他的委托协议，提供产业新城的综合解决方案，包括产业发展服务、城市运营服务和基础设施建设等。产业发展服务是核心，包括从前期产业定位规划到后期招商引资等一条龙服务。此外，

公司也承接产业园区内配套住宅的开发业务，满足园区内企业员工的住房需求和核心城市向周边溢出需求。公司主营收入结构中，主要是城市地产开发（2018年年中收入结构占比54%）、产业发展服务（占比31%）、土地整理（占比9.7%）和酒店俱乐部等。

公司控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，控股比例36.22%。实际控制人为王文学，持有控股平台84.5%的股份。近期平安人寿保险增持华夏幸福，成为第二大股东，持股比例19.42%。此外，前十大流通股东中还有“国家队”。

从2003年上市至2015年，华夏幸福的股价处于稳定上涨状态，2015年6月一度升至32.27元。2015年到2017年初在经历了一段时间的股价波动后，再次显著上涨，2018年年初涨到44.52元。2018年第二季度股价开始一路下跌，直至8月以后才稍有所回升。

华夏幸福成为近10年来第一大牛股的核心原因是：第一，聚焦大北京，深耕京津冀地区。环北京区域是公司腹地，公司持续聚焦环北京经济圈，目前公司环京土地储备占比达88%，总体量达689万平方米。2014年第一季度仍然体现了区域聚焦的专注度，新增体量93%仍然在廊坊区域。此外，它还以股权收购方式扩大香河的布局。而北京及周边地区，近10年来土地增值迅猛。

第二，近10年是房地产市场的黄金时代。华夏幸福三个发展阶段分别是2009—2012年的大北京阶段、2013—2016年的京津冀阶段、2017年至今的全国布局阶段。其中，“大北京阶段”踩准了城镇化红利及首都北京的发展。“京津冀阶段”恰逢京津冀一体化区域发展战略机遇和三四线城市去库存周期。“全国布局阶段”再享房地产行业集中度提升及城市群大发展带来的红利。

第三，顺应了PPP大发展潮流，是PPP龙头，固安项目是国家级示范典型。PPP模式在2015—2017年大发展，总项目规模达到10万亿元，不到三年规模就已全球第一，而公司是PPP龙头，在全国各地复制布局产业新城和产业小镇。公司最典型的代表项目是固安的产业新城模式。2002年的固安是贫困县，十几年后财政收入已经增长了80倍。2015年固安产业新城成为国家发改委首批13个示范项目，2018年成功入选联合国欧洲经济委员会PPP国际论坛评选的全球60个可持续发展的PPP案例，这是中国唯一入选的城镇综合开发案例。以固安产业新城为明星产

品，公司在国内外不断进行异地复制，奠定了行业标杆地位。

第四，坚持“产业优先”战略，聚焦核心城市群。公司持续优化产业新城与产业小镇产品，不断拓展布局，重点聚焦全国核心城市群。我国目前正处于由单核热点城市向都市圈的发展阶段，这一战略符合当前都市圈的发展规律，可以和区域性经济共同发展，有利于公司在全国复制布局。

目前公司受环京区域限购等政策影响，正处于积极脱离区域性束缚、大力发展非环京产业新城阶段。加上平安入股缓解现金流压力，随着非环京产业新城逐步进入收获期，公司现金流将获持续改善。

2.长春高新（**000661**）

上市时间：1996年12月18日，主板

企业性质：地方国有企业

累计收益率：2709%

年化收益率：39%

最低点：2008-02-29，7.69元

最高点：2019-03-11，285.46元

长春高新成立于1993年，是东北地区最早的上市公司之一。公司主营业务为制药（2018年年中收入结构占比85%），主要包括基因工程药、疫苗、中成药等，进入医保目录的产品共有24个，同时还涉猎房地产业务（占比14%）。公司旗下有7家控股子公司，较为核心的有金赛药业（生物药，主要产品为重组人生长激素、人促卵泡激素等）、百克生物（主要产品为水痘疫苗及人用狂犬病疫苗）、华康药业（中成药，主要产品为血栓心宁片）和高新地产（房地产）。公司拳头产品是重组人生长激素，是主要收入来源，通过其核心资产金赛药业实现。金赛药业是国内规模最大的基因工程制药企业和亚洲最大的重组人生长激素生产企业，中国首个基因工程药物质量管理示范中心，国家唯一的基因工程新药试孵化基地。

公司最大股东为长春高新超达投资有限公司，股权占比为22.36%，

背后实际控制人为长春新区国资委，即长春市人民政府。第二大股东为“国家队”中央汇金，持股2.53%。前十大股东中还有诸多全国社保基金。

自2009年以来，公司股价一直处于波动上涨阶段，公司制药业务的增长是其业绩增长、股价上升的核心动力，尤其是近三年来核心子公司金赛药业实现高速增长，2018年实现55%～60%的业绩增速，第四季度受到疫苗造假事件和金磊辞职传言的影响，股价有较大的跌幅。

长春高新成为第二大牛股的核心原因是：第一，近10年生物制品行业快速发展。2012年中国生物医药行业市场规模只有1775亿元，到2017年时已经达到3417亿元。中国生物医药占中国整体医药市场的比重从2013年的8.7%增至2017年的15.3%。生物制品板块指数从2009年年初的1600点涨到2019年年初6500点。

第二，生长激素（公司核心产品）是受医保控费影响较小的药品，近三年景气度不断提升。医疗受政策影响巨大，近几年影响最大的是医保控费，即控制医保费用支出。医院为了维持利润会压低药品进货价，国内制药企业受冲击明显。而生长激素主要是在合作或自营诊所中自费使用，受医保控费影响小。

第三，以“中国基因重组人生长激素技术奠基人”金磊为研发核心，研发实力强大。金磊是金赛药业的灵魂人物，是中国基因重组人生长激素的技术奠基人。他发明的“金磊大肠杆菌分泌型技术”，荣获了当年美国生物学界的最高奖——克莱文奖，他也是获此殊荣的第一位华人。1997年归国后他创办长春金赛，利用该独创技术，推出基因重组人生长激素，专注身体增高，结束了我国没有生长激素国药的历史。

第四，研发投入较高，加深拓宽公司护城河。2013年公司研发费用占营收比只有4.77%；2016年末已经提高到9%；2017年研发费率是8.5%，金额高达3.5亿元，资本化率17%。在生物科技细分行业上市公司中，横向对比沃森生物、安迪苏、华大基因、华兰生物等，长春高新的研发费用排名1/25。

第五，公司生长激素产品有绝对垄断优势，部分产品甚至是唯一供给方。生物制药有高技术壁垒，金赛药业核心产品是生长激素，公司是我国唯一的基因工程新药孵化基地，目前掌握着国内生长激素70%以上

的市场，并且水针和长效水针占100%市场份额，市场无任何竞品。

第六，公司是中国生产激素的四大厂家之一，而且是产品线最全的一家，低中高的产品梯队可满足不同消费需求。目前我国市场上最主要的生产激素厂家有四家：长春高新、安科生物、联合赛尔和诺和诺德。长春高新是其中品种线最全的，是目前唯一涵盖粉剂（1998年上市，针对低收入人群）、水剂（2005年推出，面对相对低收入人群）和长效生长激素（2014年推出，针对中高收入人群，全球独家品种）的企业。低中高搭配的产品梯队不仅可满足不同需求，也可拉开价格差，抢占不同细分市场。

第七，持续推出重磅“爆款产品”，不断刺激公司业绩新一轮增长。1998年上市重磅产品注射用重组人生长激素，2005年推出亚洲第一支重组人生长激素水针剂，2014年每周注射一次的长效重组人生长激素产品列入“十一五”国家重大专项，2015年上市我国首款注射用重组人促卵泡激素（辅助生殖促排卵，解决不孕不育问题），解决长期依赖进口局面。公司自2017年以来持续更新上市新品近10款。

第八，疫苗事件爆发，行业整顿，幸存者受益，市场集中度提升。2016年“山东疫苗事件爆发”，整个疫苗行业均受到较大影响。公司积极调整策略，印度市场实现批量出口，且迈丰药业狂犬疫苗生产工艺稳定，问题得到解决，批签发数量反而增加，大行业下行的背景下公司成功实现增长。疫苗事件影响减弱后，公司疫苗业务进入全新发展阶段。2018年长生生物毒疫苗事件也是如此，ST长生退出市场，公司疫苗板块受益。

目前金赛药业在渠道下沉和新品占比逐渐上升等因素的驱动下能够保持高速增长，持续为公司贡献利润；百克生物在“疫苗事件”之后逐渐恢复国内销售，同时迈丰生物生产工艺调整完毕，有望走出亏损，为公司贡献利润。虽然受地产业务影响，四季度业绩增长放缓，但长春高新2018年业绩实现了预期高增长。预计生长激素将继续拉动公司增长，疫苗业务也有望受益长生生物退出而实现高速增长。

3.泰格医药（**300347**）

上市时间：2012年8月17日，创业板

企业性质：民营企业

累计收益率：2175%

年化收益率：37%

最低点：2012–11–27，5.89元

最高点：2018–07–18，68.80元

泰格医药2004年成立于杭州，是一家专注于为新药研发提供临床试验全过程服务的合同研究组织（CRO），也是第一家在A股上市的综合性CRO企业。公司主营业务为临床研究相关咨询服务（2018年年中收入结构占比51.5%）和临床试验技术服务（占比48.5%），涵盖新药开发全部流程，能为药企提供新药开发一站式服务。临床咨询包括数据管理与生物统计、生物分析、CMC、SMO、注册申报等，临床服务包括BE业务、I–IV期临床试验技术服务、仿制药一致性评价等。公司是本土化创新型临床CRO，参与过150多项国内创新药临床试验。

公司一直由叶小平和曹晓春共同掌管，两人是目前公司前两大股东。叶小平持股占比24.82%，曹晓春占比8.75%，两人是一致行动人。叶小平学医学出身，早期有机会接触国际多中心临床试验的管理，积累了大量经验。前十大股东中，陆股通的香港中央结算公司是第三大股东，持股5.57%。同时也有“国家队”入驻，持股近2%。

10年间公司股价整体趋势震荡上行。2015年上半年、2017年至2018年上半年有较大涨幅。2015年7月22日CRO行业的史上最强整治出台，CFDA（原国家食品药品监督管理总局，现更名为国家药品监督管理局）发布史上最严的数据核查要求，2015年下半年开始到2017年年中处于下跌阶段。随着行业核查影响减弱，同时叠加鼓励医药医疗器械创新的文件出台，CRO行业迈入快速发展阶段。2017年公司临床试验技术服务增长了73%，2017年后股价一路上行，2018年7月达到最高价，之后受疫苗造假事件影响震荡下跌。

公司能成为大牛股的核心原因是：第一，国内仿制药一致性评价、创新药研发投入需求增长以及国外产业链对国内的转移，使CRO作为上游行业快速发展。近几年，中国药品创新研发进入了前所未有的爆发格局，国家开放了国外新药进口的速度，药品一致性评价开展，药企需要大量的临床试验技术服务，而中国的药品创新研发几乎从零起步，CRO临床试验行业需求旺盛。此外，中国药审政策不断与国际接轨并且审评

效率提升，2017年CFDA重启了临床资源的审批工作，国内医药产业升级带动创新浪潮，CRO行业保持着近30%的复合年增长率。医疗服务行业2009年时板块指数仅500点，2019年年初时已经高达4400点，增长了7倍多。

第二，源于CRO行业本身的特点和优势。国内医药研发处于上升期，外包服务需求旺盛，CRO国内市场仍处于开拓期，未来市场空间大；行业毛利率、净利率都很高，公司临床咨询服务毛利率48.5%，临床技术服务毛利率39%；行业内公司的偿债能力都很强；行业技术壁垒高，业内企业有护城河优势。

第三，正确布局了临床研究相关咨询服务。临床咨询业务盈利能力强，增长稳定，已经成为公司最大的利润来源之一，连续几年超过技术服务对业绩的贡献。

第四，通过“自建＋外延并购”延伸业务链，形成了服务闭环，拥有临床CRO最全产业链。公司起初做临床试验技术服务，之后进行了一系列外延并购，如收购美斯达（2009年，国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的CRO企业之一，有业内最高标准的业务流程）、杭州思默（2011年，提供临床试验中心管理服务的中心管理组织SMO，是国内最大的SMO公司之一）、方达医药（2014年，拥有国内领先的生物样本分析技术）、DreamCIS Inc.（2015年，韩国本土大型CRO企业之一）、捷通泰瑞（2016年，国内医疗器械CRO龙头，占市场份额20%）、北医仁智（2016年，国内心血管领域领先ARO公司）等。通过外延并购，公司能够提供数据管理、统计分析、SMO、医学检测、注册申报等一体化的临床研究相关咨询服务，基本形成临床CRO服务的完整闭环。目前已经建立了12个海外办事处，向全球多中心CRO企业迈进。

第五，注重人力资本，人均产出不断提升。公司起初付给医院的费用在成本中占比高，后来随着公司业务链延伸，公司人员扩充到近3000人，5年人员复合增速36%，人员成本高，但仍低于收入端46%的强劲增长，说明人员投入的效率较高，单位人均产出扩大。公司核心管理团队稳定，绝大多数高管均上市前在公司任职。

第六，临床研究优势具备技术壁垒。公司创新药研发能力强，共参与过100多项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担多中心临床试验的本土CRO企业之一。2017年底执行的国内创新药项目52个，超过业

内平均水平。实控人叶小平曾任罗氏制药医学注册部总监。

第七，拥有客户资源优势，服务受到客户肯定。2017年末客户数量为1496家，其中，国内客户973家，国外客户523家，全球前20大制药商中有16家与公司有合作关系。

第八，深入布局下游临床资源，临床试验成本降低，周转加快。下游临床资源是CRO公司业务开展的基石，公司在全国50个市建立了服务网点，与超过1500家临床机构开展合作。开拓排他性临床资源，与18家医院共建临床基地，床位数增加近1000张，有效缓解了BE（生物等效性）项目临床资源短缺问题；大力推进与国内三四线城市医院进行II–IV期临床中心共建，培养了一批II–IV期临床研究机构。随着政策限制的放开，公司共建及投资的临床资源产能逐步释放，临床试验成本逐步降低，周转加快，使公司毛利率进一步改善。

作为一家本土大型临床试验CRO企业，公司目前正向跨国CRO企业转型。在中国药审政策不断与国际接轨的背景下，公司在国际多中心布局逐步完善，带来增量临床试验订单。另外，由于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长，预计国内CRO行业未来有望继续保持高增长态势。公司凭借在临床CRO的核心竞争优势，亦有望保持高速增长。

4.片仔癀（**600436**）

上市时间：2003年6月16日，主板

企业性质：地方国有企业

累计收益率：1989%

年化收益率：36%

最低点：2009–01–08，4.02元

最高点：2018–05–28，129.33元

片仔癀成立于1999年，由原漳州制药厂改制而成，是中华老字号企业，生产设备达到世界先进水平。公司主营业务是医药（2018年年中收入结构占比90%），还有涉及日用化妆品销售（占比9%）。医药核心产

品为片仔癀系列中成药，包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等，主要用于护肝。公司独家生产的国家一级中药保护品种片仔癀，被誉为“国宝神药”，传统制作技艺被列入国家非遗名录，并被列入国家一级中药保护品种。

公司第一大股东为漳州市九龙江集团，背后实际控制人为漳州国资委。前十大股东中还有“国家队”及陆股通的香港中央结算公司，位列第三、四大股东。

2013年至2015年，公司股价随行业景气影响有较大幅度的上涨。2018年股价上涨幅度远超行业指数，2018年5月28日达到最高点129.33元，之后三个月有较大幅度的下跌，最低点近70元，随后开始缓慢上升。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，中药行业发展迅速。片仔癀的商业线是“制药＋医药商业＋日化用品”，所以兼具“医药＋消费”双重属性，但公司能发展起来主要还是中药。中药作为中华传统医药，发展迅速。2009年时股市中药板块指数仅1900点，2019年初时已经5900点了，2015年年中牛市高峰时甚至高达12800点。

第二，工艺和处方被列入国家“双绝密”，保密期限永久。国家中药保护品种分三类，其中最高等级国家绝密级配方只有片仔癀和云南白药。公司有传承人制度，全世界只有3个人知道配方，公司不对外公告传承人，每位传承人都签有保密协议，国家对3位传承人的人身安全实施周密的保护措施。双绝密铸就了独此一家的片仔癀，竞争对手无法模仿其配方。

第三，天然麝香原料稀缺，产量有限，国家定量配给。片仔癀原料主要有天然麝香和天然牛黄。天然麝香的使用由国家统一审批和分配。目前国家每年天然麝香配额在500公斤左右，国内目前允许使用天然麝香投料的中成药企业共16家，片仔癀第一批获得该配额资格。公司是唯一一家有养殖林麝资格的企业。林麝数目锐减、需求量不断增加使天然麝香价格一路走高。2010年至2017年，天然麝香价格由每克150元涨至最高450元，实现了3倍的涨幅。此外，天然牛黄也是名贵得供不应求的原料，每年需求量达到5000公斤，但市场供给有限。我国每年天然牛黄产量仅400～700公斤，2016—2017年价格在每克200元左右，2018年攀升到每克310元。

第四，由于产品的原料及秘方具有特殊性能，公司独有垄断，有定价权。片仔癀的主要客户是富人，对涨价敏感度较低。10年来，片仔癀涨价10次，销量提高2倍，量价齐升，预期今后需求提升，继续涨价也是必然趋势。2016年到2018年公司股价提升幅度大，主要源于业绩实现较大幅度增长。片仔癀系列2016年时提价8%左右，但销量没有减少。2018年时产品更是量价齐升，制药产品毛利率高达86.48%。

第五，传统老字号国宝企业，有品牌优势，中国中成药在海外最具知名度的品种，没有之一。中国有两个传统老字号国宝企业，一个是国酒贵州茅台，另一个就是国宝秘药片仔癀。片仔癀源于500年前的明朝宫廷，兴于寺庙，流传于民间，发展于当代，被国内外中药界誉为“国宝名药”。此外，它还蝉联国家金质奖，是中国中成药单品种出口创汇第一名，是走出国门的第一药，海外市场也较好。在越南战争时期片仔癀甚至是美军重要的军需储备药品。

第六，2014年的营销改革激活终端活力。2014年新上任的董事长推进体验馆布局，进行销售模式改革，并加大宣传。其中“片仔癀体验馆”是核心，推动了2015年后片仔癀的高速增长。体验馆重构了公司营销体系，实现了从渠道拉动到终端驱动的转变，这种体验馆直销模式叠加主动进行央视、学术等方面的推广，使品牌宣传力进一步提高。体验馆扩张路径与区域增长相一致，持续为效率贡献增量。目前片仔癀已经从福建省内市场纵深走向全国，渗透率有较大提升。

第七，衍生产品逐步发力，培育大健康品类，使公司兼具消费属性。公司将日化、化妆品与养生食品业务作为“一核两翼”战略中的两翼。日化产品如片仔癀牙膏消炎降火，在大健康上延展性较好。化妆品产品线丰富，共计90款，定位属于中低端，较为知名的有“皇后牌珍珠膏”。2018年日用化妆品收入2亿元，毛利率59%；食品收入近1亿元。

在消费升级、政策鼓励中医药龙头的背景下，公司通过“二次开发”深挖产品价值，通过营销改革擦亮品牌、拓展体验馆等新渠道，使“国宝秘药”为更多人所知、为更多人所用，片仔癀全年销量增长明显，日化板块也保持较快增长，商业流通与公司业务互为补充，支持公司可持续发展。

5.伊利股份（**600887**）

上市时间：1996年3月12日，主板

企业性质：国有企业

累计收益率：1892%

年化收益率：35%

最低点：2008–12–31，1.15元

最高点：2018–01–23，34.65元

伊利股份成立于1993年，是国内乳制品行业两大巨头之一。公司主营业务为液体乳（2018年收入结构占比为82.6%）、奶粉及乳制品（占比10%）和冷饮产品系列（占比6%）。公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，生产上市“伊利”牌产品近1000多种。液体乳产品具有金典、安慕希、舒化奶等品牌。伊利超高温灭菌奶连续7年产销量居全国第一，伊利雪糕、冰激凌连续10年产销量居全国第一。伊利液体乳市占率在25%左右，其中常温奶市占率35%，低温奶市占率18%；奶粉市占率在5%~6%左右，而且有持续扩大的趋势。在荷兰合作银行发布的2017年度“全球乳业20强”中，伊利排名亚洲乳业第一，全球乳业8强，连续四次入围全球乳业前十。

公司股权较为分散，第一大股东是陆股通的香港中央结算公司，持股比例13.48%；第二大股东是呼和浩特投资公司，持股比例8.86%，背后是呼和浩特国资委（占比81%）和上海电气集团（占比19%）；第三大股东是董事长潘刚。前十大股东中国“国家队”持股近3%，其他多为高管持股，管理层合计持股8%。公司的大股东加上管理层持股不足17%。

2008年底股价最低只有1.15元，从2009年开始一路上涨，有三个较明显上涨阶段，分别在2013年、2015年和2017年四季度。2013年业绩高速增长，顺应2013年牛市，共同带动股价上涨。2017年实现了远超行业的涨幅。在2018年1月23日股价达最高点34.65元，之后开始一路震荡下跌。

公司成为大牛股的核心原因有：第一，伊利的发展历程是中国乳业从小到大、从弱到强的缩影，而乳业过去十年是个好赛道。乳品是大众快速消费品，需求稳定，越来越多的人有喝牛奶的习惯。习惯就意味这

种生意是高频、终身的消费。在中国，奶制品可能是除矿泉水外最大的饮料品类之一，且奶制品的营养价值高。作为大众消费品，乳品所在的食品加工行业板块指数2009年时是2300点，2019年时已经是12000多点了。乳品消费市场潜力大，国内人均乳品消费量不足欧美发达国家的1/5；消费奶量上，农村相对于城市还有很大的提升空间；中国婴幼儿奶粉市场持续上涨，尤其是三四线城市和农村市场。食品消费升级加快，乳品消费结构升级换代，中国酸奶销售额较快增长，目前低温酸奶市场份额较大，常温酸奶增速较快。低温酸奶营养价值和口感优于常温酸奶，以后可能会逐步替代常温酸奶。目前农村消费以常温酸奶为主，城市消费以低温酸奶为主。

第二，抓住三聚氰胺事件后行业洗牌的机会，通过巨额广告投入干掉了大多数对手。2008年之前，乳制品行业黄金十年，常温奶兴起，乳业迅速放量，常温奶龙头崛起，产量年均复合增速均保持在10%以上。2008年三聚氰胺事件之后，国家提升奶源标准，加强生产监管，乳制品行业壁垒逐渐抬高，乳业从野蛮发展到精细化发展。在行业洗牌、壁垒提升、乳制品同质化的行业环境下，伊利、蒙牛的巨额广告投入使它们逐渐成为行业领头羊。

第三，奶源好，伊利拥有中国规模最大的优质奶源基地及海外众多优质牧场。主要奶源基地分处天山、锡林郭勒、呼伦贝尔地区，是黄金奶源带（因为在北纬45°附近，属于中温带，非常适合产好牛好奶）。2014年，公司海外布局新西兰南岛基地，专门提供高端品，扩大了奶源范围，提高了液态奶奶源质量，随后就推出了乳蛋白含量高达40%的金典牛奶。伊利在全国拥有自建、在建及合作牧场2400座以上，规模化、集约化的养殖在奶源供应比例中达到100%，居行业首位。此外，公司对上游牧场实行嵌入式统一管理，对上游优质奶源掌控力较强。

第四，产品质量好，质量管控“三条线”把关品质。在检测规程中，伊利在国标线的基础上提升50%，设立企标线，在企标线的基础上再提升20%作为内控线。三条线层层把关，确保产品品质。

第五，广告推销力度大，构建品牌渗透力。2008年后，伊利、蒙牛通过巨额广告投入完成了市场洗牌，并确立了龙头地位。一提到牛奶，大家首先想到伊利和蒙牛。伊利广告费用营收占比2012年是8%，2017年时已经稳定在12%左右了。目前，伊利品牌线齐全，如金典、安慕希、巧乐兹、金领冠等。

第六，拥有销售渠道优势，渠道下沉（三四线及农村）效果较好。伊利有自己独立的物流体系，并与第三方物流公司合作良好，产品从出厂配送到终端（乡镇），最长不会超过10天。公司销售网络覆盖全国，销售渠道可以直达乡镇的终端末梢消费者。2017年年底，公司直控村级网点近53万家，业内第一。而下线市场不仅带来普通需求，还会由于送礼推动高端奶增长。

第七，产品结构升级，提价推高端品。2008年后乳业行业逐渐进入精细化发展阶段，2014进入泛品类化和并购阶段，乳制品行业壁垒逐渐抬高。2012—2017年年均复合增速降为3%，整个行业的销量增长逐渐走向饱和，而单价的提升推动销售额快速增长。公司2016—2018年股价表现很好，而产品结构调整是伊利2016年的主线。2016年明星产品安慕希、金典、金领冠珍护、畅轻等增速均在双位数以上，抵消乳饮料等老产品的销量下滑，带动营收增长。公司近年来的销售额增长主要靠高端品拉动，比如常温酸奶安慕希。2017年安慕希销售额已超120亿元，在常温酸奶中市占率43%，居第一。此外，伊利近年来不断拓展非奶业务，致力优化产品结构，例如2017年推出的豆奶等。

第八，竞争格局是乳业双寡头，强者恒强。伊利与蒙牛双寡头领先，占据中国乳制品40%左右的市场份额，其中伊利25%，蒙牛15%。同时伊利保持着快于行业整体的增速，市占率还在提升。

第九，公司运营质量同业对比高。（1）毛利率，尤其净利率同业对比最高。2017年年报数据，毛利率伊利36.8%，蒙牛35%，光明33%，三元29%；净利率伊利8.9%，蒙牛3.4%，光明3.8%，三元1.3%。（2）伊利净资产收益率常年维持在20%以上，典型的现金奶牛企业。而蒙牛近五年平均净资产收益率只有8.3%，其中2016年还是亏损的，原因是收购雅士利的商誉减值和出售库存大包粉的一次性亏损。（3）公司运营所需资金为负。公司2017年营收680亿，应收账款和应收票据加起来不到10亿；运营资金周转天数为存货＋应收款–公司应付款＝–25天，公司可以占有上下游25天的账期。而蒙牛应收账款和应收票据加起来是26亿，蒙牛运营资金周转天数基本为0。（4）公司轻资产运营。公司最近五年的经营现金流远远大于公司的经营利润；最近五年购置固定资产投入176亿，是公司最近5年营收2912亿的6%，维持运营所需资本投入不高。

第十，由于标的优秀，分红多，陆股通资金青睐，买成第一大股

东。公司股价2016年快速发展，也是陆股通资金逐渐来A股买核心白马的阶段。公司最近五年累计分红147亿，占公司最近五年净利润的62%，而蒙牛只有25亿。

第十一，通过海外收购来提升奶源风味并进入各国市场。伊利在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球市场体系的骨干大网。2015年，在西雅图成立中美食品智慧谷，研发健康牛奶进入美国市场。2017年，伊利收购澳大利亚最大乳制品公司迈高集团，成为澳大利亚市场占有率最大的乳制品公司。同年，以8.5亿美元收购达能旗下美国有机酸奶生产商Stonyfield，完善了有机奶奶源布局，扩大了美国市场。2018年，伊利公司收购巴基斯坦乳制品公司Fauji Foods Limited，深化中东布局；同年，收购泰国本土最大冰激凌企业Chomthana，全面进入泰国市场，并辐射东南亚市场。

目前，公司正积极布局奶酪和健康饮品，寻求全新增长点。公司作为乳制品龙头企业，在夯实主业的同时尝试进军健康饮品领域，打开长期成长空间，相继推出了植选豆奶、焕醒源功能饮料。新成立了奶酪和健康饮品事业部，梳理新产品的经营体系，为长期增长奠定基础。同时公司大力拓展国际化业务，产品落地印尼市场。

6.美年健康（**002044**）

上市时间：2005年05月18日，中小板

企业性质：民营企业

累计收益率：1767%

年化收益率：34%

最低点：2008–12–31，0.80元

最高点：2015–06–11，25.35元

公司是民营体检巨头，以健康体检为核心，提供专业体检和医疗服务。公司主营业务为体检服务（2018年收入结构占比近99%）。公司拥有“美年大健康”（定位大众健康）、“慈铭体检”（定位大众健康）、“慈铭奥亚”（定位中高端团体及综合医疗）、“美兆体检”（定位高端个人健康）等多个健康体检品牌。公司目前是全国非公专业体检第一龙头，有

中国最大的个人健康大数据平台，是医疗服务行业稀缺标的。

公司前三大股东都是法人平台，前两大股东背后实际控制人都是俞熔，第三和第四大股东背后是郭美玲。前十大股东中官方机构只有社保基金入驻，合计持股占比4.5%。

美年健康2015年通过借壳江苏三友上市，之后股价多次涨停，短短3个月，股价从3元左右涨至25元左右。2016年时公司更名为美年健康。公司2017年6月收购慈铭体检100%股权（2014年底已收购近28%股权），确立了行业霸主地位，股价期间也有较大涨幅体现。2018年公司受股市行情影响下跌。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，我国健康体检行业处于黄金期，渗透率不断提升，民营体检也相应不断发展。根据中国产业信息网数据，2010年中国体检市场近300亿元，第三方体检仅74亿元；2017年时体检市场规模达到1350亿元，第三方体检规模340亿元。行业复合增速都在26%左右。体检行业中，公立医院份额大，但民营体检网点分布更密集，靠价格（民营凭借客单价300～500元，公立的较贵）和服务抢占公立医院市场。

第二，业务模式标准化程度高，可不断扩张复制。其他医疗服务行业业务发展往往受限于医生资源缺乏，需要和公立医院争夺医生资源。但健康体检行业与临床诊断不同，对医生专业要求相对较低，而且医生多为退休返聘，所以医生资源不稀缺，扩张时不会因此受限。2014年美年健康员工近2000人，其中退休返聘人员占比超过75%。

第三，不断并购扩张整合优质资产，成为细分垄断性龙头。公司成立于2006年底，2011年是民营专业体检第三名，前两名为慈铭体检和爱康国宾。2011年底公司收购业内第四名大健康科技，之后又收购北京绿生源体检中心、西安康成连锁体检中心和广东体检龙头瑞格尔。2015年借壳上市后，又收购了美兆体检和业内排名第一的慈铭体检。

收购慈铭体检后，美年健康市占率成为行业第一。2018年上半年净利润同比增长近100倍。根据中国产业信息网数据，2019年第一季度，民营体检行业美年健康市占率23.9%，爱康国宾12.3%，瑞慈体检2.8%，华检体检1.2%，其他中小体检机构占近60%。通过收购，美年健康有效补充了高端体检市场的短板（公司业务主要覆盖中低端市

场），市值从300亿涨到700亿，资本市场很认可。

第四，自建+体外孵育+并购，分院扩张数量多。单店营收增长有天花板，因为场地、接待的体检人员存在一定限制。有多少店，决定了有多少业绩。2018年公司达成了运营600家专业体检中心的目标，覆盖了32个省、市、自治区，215个核心城市，是国内规模领先、分布最广的专业体检及医疗机构。而新开一家体检中心一般只要一两年就可达到盈亏平衡。

第五，先参后控的模式，正确选择登录A股，解决了分院扩张的最大瓶颈（资金）

（1）决定体检机构扩张速度的核心是资金。一个系统完备的健康体检机构初期投入在2000万元左右。设备费用占50%，房租占15%，标准化程度高。

（2）登录A股后，公司融资能力比爱康国宾更高。上市前美年健康和爱康国宾融资能力差异不大，但上市后，融资能力显著分化，公司每年新增分院数5倍于爱康国宾。爱康国宾2014年有50家左右分院，2017年仍然不到100家；而美年健康（不含慈铭）2014年不到100家，2017年已经近400家。因为爱康国宾是美股上市，美国投资者对公司业务理解受限，上市4年通过设立并购基金仅融资5亿元；而美年健康A股上市后，融资额是爱康国宾的3倍。

（3）先参后控的模式，节约资金，体外孵育分院。“先参”是每新建一家体检中心，公司先参股10%左右，其余股份由并购基金和其他区域小股东持有。“后控”，是体检中心经过一两年的发展达到盈亏平衡后，再由公司出资向并购基金收购标的公司股权至50%以上，达成控股。等三五年体检中心达到一定利润，再由上市公司出资全部持股。

第六，以团检客户为主，B端销售能力强，加快资金周转效率。规模较大的民营体检团体客户占比都在75%以上。团检多为员工福利，费用统一结算，这样客户对体检服务要求相对较低。而美年对销售很重视，带来客流量大幅增长。销售人员数量和占比均高于同业平均水平。2016年美年的销售员工占比31%，其他上市民营体检机构占比最高仅18%；2016年销售费用7.2亿元，占营收23%，而爱康国宾是5亿元，占营收比重仅为17%。

第七，渠道下沉，避开红海（一二线城市），进入蓝海（三四线城市）。美年与爱康的最大差别是爱康在一二线布局多，而美年在三四线城市布局多。一二线城市体检行业基本上为红海，而低线城市（三四线城市）是体检业务的蓝海。低线城市有庞大可开发的客户群体（人口基数庞大叠加人口回流，中产阶层比例上升快，可支配消费能力较强），竞争环境宽松，客单价较高，运营成本较低。美年先发布局，低线城市门店已经超过一二线。

目前公司布局的高端品牌美兆、奥亚，服务能力多维化。大众品牌美年、慈铭正在复制扩张，并且服务内容多元化提升，从健康管理、数据管理等角度提升价值。从长期角度，公司的发展逻辑和成长空间没有发生本质变化，具备长期成长空间。

7.通策医疗（**600763**）

上市时间：1996年10月30日，主板

企业性质：外资企业

累计收益率：1734%

年化收益率：34%

最低点：2008–12–31，2.59元

最高点：2018–07–16，59.10元

通策医疗成立于1995年，是国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要模式的上市公司。公司主营业务为医疗服务（2018年年中收入结构占比96%），下设三大业务板块：口腔（提供种植、正畸、修复等服务）、辅助生殖和眼科。口腔是最主要的业务，占比高达79%。公司主要凭借杭州口腔医院，以杭州为中心，辐射浙江。2017年浙江省内营收占比达到93%，在杭州的占比达到60%。公司是聚焦于浙江省的口腔医疗龙头。

公司控股股东为杭州宝群实业集团，持股比例为33.8%，是通策控股集团的全资子公司。集团背后实际控制人是吕建明，持通策集团78%的股份。

通策医疗近10年来有两次较大涨幅，一次是2013—2015年，股价最高点达54.84元，之后震荡下跌。2017年四季度后迎来第二次涨幅，最高超过59元。之后在行业大幅下降时，公司仍将股价维持在高位。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，口腔医疗作为专科更容易突破综合医院限制，同时兼具“医”“美”属性，市场空间大，行业处于黄金发展期。综合医院对资本、人才的需求大，口腔专科领域是医疗体制改革后社会资本进入医疗行业的率先突破点。口腔医疗服务兼具“医”和“美”的属性，市场规模大。我国人群在龋病治疗和牙周洁治以及义齿修复方面有较大需求。我国全民口腔病患病率高达90%以上，但就诊率仅10%，从未看过牙医的人超过60%，只有2%的人有定期进行口腔检查和清洁的习惯。

第二，以“杭州口腔医院”为核心，业务“量价齐升”，支撑业绩稳定增长。杭州口腔医院创建于1952年，2006年杭州宝群实业公司收购了杭州口腔医院，并在2016年挂牌中国科学院杭州口腔，该口腔医院的收入占了通策医疗整体营收的74%，是公司最重要的利润来源。种植、正畸等高端业务的增长，使公司整体客单价持续上升，从2015年706元/人次，上升至2018年上半年748元/人次。2007—2017年收入实现33%的复合增速，归母净利润增速高达40.6%。

第三，“旗舰总院＋分院”模式，支撑品牌影响力，销售费用仅为同业的1/15。大部分以门诊为主的民营口腔连锁机构需要通过多门店覆盖人群以及广告宣传获客，销售费用成本较高。“总院＋分院”的优势在于保留了高水平医院作为经营核心，旗舰医院平台形成有力支撑，在一定区域内形成品牌影响力，再以旗舰医院为基础在附近区域开设分院，将品牌影响力快速推开，在较短的时间内积累客户资源。公司旗舰中心医院就是杭州口腔医院和宁波口腔医院，核心业务为口腔医疗服务，以生殖医疗服务为辅。该模式使销售费用率保持在1%左右，而同行却往往高达15%～20%。

第四，公司拥有获取稀缺公立医疗资源的能力。公司通过收购在当地已有一定体量和知名度的口腔专科医院，并依托于该医院的原有品牌发展连锁分院来实现扩张，将浙江省内市场从杭州市拓展至宁波市，并进一步拓展至河北、湖北及云南，先后收购了沧口、宁口、黄石现代以及昆口医院。2018年半年报披露，公司纳入并表范围的口腔医院共26家，加上体系外口腔医院，共覆盖23个城市。

2016年公司成立医疗投资基金，定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型口腔医院，之后又与创业软件、迪安诊断共同设立了大健康产业基金。

第五，拥有医生核心资源。牙医单兵作战能力很强，水平高的大夫往往很容易自立门户，这也是这类专科医院行业的症结所在，会限制非公医院的扩张壮大。公司建立了自己的一整套人才培养、引进计划，与大学展开合作或自建大学，已与国内外六所院校（包括中国科学院大学、杭州医学院、德国柏林大学）建立战略合作，与中国科学院大学合作成立的国科大存济医学院是公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，将依托它建立以各学科名医为核心的通策医疗集团。

公司提前布局辅助生殖领域，与剑桥波恩（诺贝尔生理学或医学奖获得者“试管婴儿之父”罗伯特·爱德华兹创立的体外受精试管婴儿治疗中心）共同打造昆明波恩生殖中心，现已投入运营。生殖中心目前已扩展至三家诊所，2014—2016年就诊人数略有提升，复合增速15%。2018年6月，公司正式推出“蒲公英计划”，计划三年内在浙江省布局100家分院，其中首批签约10家医院已经正式亮相。

其他业务方面，眼科业务正处于培育期，浙大眼科医院已经开始装修，同济大学和夏利特医科大学附属中德妇幼医院装修工程也已启动，公司专科“大平台”战略即将落地。

8.隆基股份（601012）

上市时间：2012年4月11日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：587%

年化收益率为：33%

最低点：2012–12–04，1.30元

最高点：2017–11–22，30.52元

隆基股份成立于2000年，2015年成为全球最大的太阳能单晶硅光伏产品制造商。公司主营业务为太阳能组件（2017年收入结构占比

56%）、单晶硅片（占比35%，主要应用于各类太阳能光伏电池），此外还涉及电力（占比2.7%）、电池片（占比2.4%）、光伏系统设备、单晶硅棒等。公司是光伏行业的单晶龙头，2017年占全球单晶市场份额的37%。

公司控股股东为李振国，持股比例15%。李振国及其一致行动人李春安、李喜燕共持有隆基股份31.32%的股份，三人为公司前三大股东。李振国与李春安是兰州大学校友。公司董事长及多名高管拥有技术背景，非常注重技术积累和应用。前十大股东中有“国家队”和陆股通的香港中央结算公司。

公司股价在2015年、2017年有两次大幅上涨，第一次光伏行业处于上升期，行业盈利丰厚，业内公司全面上涨。2017年，公司在行业低迷时却逆势实现高增长，净利率大幅提升近7%。2018年开始股价受国内531政策影响大幅下降，之后政策纠偏，股价逐渐上升。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，2013年后光伏产业迎来疯狂增长。光伏是一个政策依赖性较强的行业。2010年以前，中国光伏产业累计装机量不到1GW，在世界范围之内几乎可以忽略不计。2012年下半年开始，国内利好政策不断，如规划发展规模提高装机需求、制定标杆上网电价和光伏发电补贴，促使整个光伏产业疯狂增长，光伏装机年均复合增速超过60%。2017年装机量高达53GW，占全球100GW的一半多。

第二，通过加大研发投入和费用管控，公司毛利率提高。2013—2017年，公司研发支出从1.5亿元增加到11亿元，营收占比6%。（1）通过持续性工艺提升（连续拉棒、提高拉棒速度等），使拉棒非硅成本低于2.5美分/瓦。（2）2015年金刚线应用成功（隆基是国内最早应用金刚线切割的公司），使单晶硅片成本大幅下降近20%，切割速度大幅加快，这使公司单晶的市占率迅速提升，2015年成为全球最大的单晶硅片制造商。（3）2012—2016年公司非硅成本降幅达67%，硅片总成本为3.07元，而其他公司的成本则为3.33元，比行业整体低8%。公司毛利率领先同行，由2014年的3.2%上升至2015年的8%

第三，不断投入，扩大产能，产品出货量全球第一。公司的固定资产在2011年、2016年和2017年大幅增长，产能扩张，而需求旺盛，促使公司营收快速增加。2018年公司1/3的资产都是产能：硅片产量5年内

增长了10倍，2013年硅片产量只有2.7亿片，2017年增长至22亿片；组件产量4年增长了约10倍，2014年组件产量43WM，2017年4531WM。2015年隆基股份单晶硅片出货量全球第一；2017年度隆基股份组件出货量全国第一，单晶组件出货量全球第一。2009—2018年，公司营收从7.6亿元增至146.7亿元，增长了18倍；净利润从1亿到16.8亿，增长了近16倍。

第四，打通下游产业链，实现自产自销。公司上市初期收入来源于单晶硅片和硅棒。从2013年开始往下游组件，乃至向光伏电站扩展。2015年成立乐叶光伏，布局电池、组件环节。2017年，组件和硅片收入占公司营收超过90%，分别为91.7亿元和57.5亿元。

第五，持续拓展海外市场，与美国签订大额订单。近年来，隆基股份在马来西亚投资建厂，在美国、日本、欧洲等地开设分公司。2017年隆基海外市场出货占比约10%左右。2017年公司与美国公司在美签署了价值6亿美元的高效单晶组件销售合同。

第六，2018年“531新政”后行业洗牌加速，行业低迷时，公司护城河凸显。2018年6月“531新政”宣布光伏补贴大幅减少。为提振需求，产品价格大幅下降。从2017年12月份开始，公司单晶硅片价格就持续下调10次，国内从5.4元跌到3.05元，海外从0.73美元下跌到0.38美元。在价格下降、补贴减少、行业价格竞争激烈情形下，成本高的企业被淘汰，而隆基因低成本优势和行业龙头地位获得更多市场份额，保持较大盈利，有较大防守能力。

2018年6月以来，受“531新政”影响，国内光伏装机需求低迷，公司单晶硅片价格下滑，三季度综合毛利率同比下滑13.5%，净利率同比下滑62%。2019年是光伏发电平价上网新周期的起步之年，隆基作为高效产品龙头明显受益。公司计划未来三年继续扩大硅片、组件产能，垂直延伸单晶优势，成为全球单晶硅片绝对龙头。近期公司硅片价格上调，营收有望高增长。

9.卫宁健康（**300253**）

上市时间：2011年8月18日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：682%

年化收益率为：32%

最低点：2011–09–30，1.05元

最高点：2015–06–05，37.66元

卫宁健康成立于1994年，是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司。当前业务覆盖智慧医院、区域卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域的传统医疗信息化解决方案，以及云医、云药、云险、云康这四朵云（将医生、药品、保险、体检资源通过创新服务平台整合对接到C端）为代表的互联网医疗业务。公司的主营业务为软件销售（2018年年中收入结构占比53%）、硬件销售（占比25%）和技术服务（占比22%）。2017年IDC（互联网数据中心）医疗科技公司排名中，卫宁位列全球第33名，为中国唯一上榜企业。

公司实际控制人是周炜、王英夫妇。控股股东周炜及其一致行动人王英、周成共持20.17%的股份。上海云鑫创投（蚂蚁金服全资子公司，是蚂蚁金服对外投资平台）持有5.05%的股份，是第四大股东。前十大股东中也有“国家队”。

公司从2011年上市以来股价一直处于稳定上涨状态，尤其是2013年下半年开始，由当时的4.3元飙升至2015年6月的36.3元，增长了8倍多。随后受股灾影响，股价暴跌，在2017年8月时仅剩6元，2018年6月蚂蚁金服入股卫宁健康，公司逆势实现了增长。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，近10年医疗卫生行业信息化进程加快。2009—2017年，我国医疗信息化行业市场规模逐年递增，且年均增速保持在20%以上。2014年市场规模264亿元，2017年448亿元。其中，HIS系统（医院信息系统，是医院信息的基础）年复合增长率维持在9.4%，医院核心管理系统、电子病历、集成平台临床数据仓库、分级诊疗系统实现20%以上的增长。

第二，公司传统医疗信息化业务高速发展，且盈利能力强。公司90%以上收入来自医疗卫生信息化业务，互联网医疗业务利润贡献较少。营收保持高速增长，2012—2017年营业总收入复合年均增长率为35.3%，扣非归母净利润复合增长率为33.3%。

第三，与阿里、用友等巨头合作，布局互联网医疗＋外围参投，完成业务闭环。2015年公司实施传统医疗信息化服务业务加创新的“互联网＋健康”业务双轮驱动战略，目前已经形成了云医、云康、云险、云药＋创新服务平台医疗健康生态的搭建，并完成了业务闭环。

公司又相继设立了卫宁互联网、纳里健康（专注发展云医）、卫宁科技等旗下实体，参投了如钥世圈（连锁药店信息化建设的第三方平台，合作发展云药）、上海好医通（中国领先的健康体检、健康促进、就医保障和私人保健医生等健康管理服务集成商，合作发展云康）等企业，并且与阿里（2018年6月蚂蚁金服全资子公司上海云鑫创投入股公司）、国药、国寿等巨头达成了战略合作关系。

第四，具有品牌优势，覆盖面广。根据IDC2014年的统计数据，国内医疗信息行业前五名（东软集团、万达信息、卫宁健康、华件创业）的集中度约为38%，其中卫宁健康市占率为7.2%。卫宁传统业务已覆盖5000家以上医院以及110家以上卫生管理机构。

第五，重视研发创新，注重新产品储备。公司研发人员每年增长数百人，公司研发投入占营收比重逐步提升。2017年研发费用2.42亿元，占营收比重20%，达到近年高点。公司已开始开展全新一代产品的研发工作，打造“智慧医院2.0”“区域医生3.0”“互联网＋2.0”等一系列产品解决方案。

第六，费用管控同业对比很有优势。公司销售费用占营业总收入的比例由2016年的15.8%降至2018年上半年的14.3%，管理费用率由22.7%降至20.5%，财务费用率由1.2%降至0.6%。销售期间费用率由39.7%下滑至35.3%，费用压缩十分明显。同行业公司创业软件在2018年上半年的费用率为36.4%，远高于卫宁健康。

当前，公司传统业务正处于高景气周期，并且如电子病历建设标准等政策刚性所衍生的行业利好仍未完全释放。同时，公司创新业务在“互联网＋医疗健康”领域的布局已初步成型，合作伙伴中不乏蚂蚁金服、中国人寿、国药集团等巨头，前景值得期待。

10.中天金融（**000540**）

上市时间：1994年2月2日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：1470%

年化收益率：32%

最低点：2008–12–31，0.31元

最高点：2015–06–12，10.82元

中天金融成立于1994年，是贵州地区唯一一家上市的房地产企业，2013年前叫中天城投。公司主营业务是地产开发、城市基础设施及配套项目开发。收入结构中商品房占比86.8%，公司还涉及金融业务。公司是贵州地区的房地产龙头企业。土地储备主要集中在贵阳地区，所开发项目主要集中于贵阳、遵义、南京等地。

公司控股股东为金世旗公司，持股45.95%。实际控制人为罗玉平，持控股平台74.8%的股份。前十大股东中还有“国家队”。

公司股价在2014年至2015年上半年有大幅上涨，后受股灾影响大幅下降。2017年11月公司公告称拟收购华夏人寿21%～25%的股权。为了完成这个“吞象”计划，公司选择自2017年8月开始停牌来专心进行重组，想通过剥离非金融资产来实现300多亿的筹资计划，但进展并不顺利，目前仍在积极推进。2019年1月2日复牌后股价接连跌停，公司通过回购和增持来稳定股价。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，历经房地产行业10年黄金时代。随着2014年全国性松绑、2015年中央经济工作会议提出三四线城市楼市“去库存”，贵阳陆续出台各种购房落户、购房免征营业税等优惠政策，推动房地产发展。

第二，贵阳楼市供需两旺。2009—2013年贵阳商品房销售额的复合年均增长率为38%，其中销售面积复合年均增长率为25%，销售价格的复合年均增长率为10%，销售面积的增长是商品房销售额增长的主要原因。贵州省城市化率较低，需求主要来自贵阳市以棚户区改造为核心的城市更新和“引银入黔”产业升级战略带来的办公居住需求。

第三，深耕贵阳，当地资源雄厚，拥有贵州省战略核心工程近99%的土地，是当地规范土地市场的最大受益者。公司开发建设的贵州金融

城，是贵州省实施“引金入黔”战略的核心工程，是贵州省“十三五”重点打造项目，项目在2014年进入业绩释放期。公司在贵阳拥有1114.6万平方米的土地储备，占规划总面积的98.6%。2014年贵阳实施去大盘化的政策规范土地市场，而公司未来方舟和国际金融中心拿地已基本完成，是贵阳去大盘化的最大受益者。

第四，布局金融领域，金融全牌照，产融结合进行业务协同。从2013年开始公司积极布局金融业务。全资子公司贵阳金控是其持牌类金融业务领域核心运营平台，业内范围包括了银行、保险、证券、信托、基金等在内的“金融全牌照”。公司地产业务积累了大量的客户资源和合作伙伴资源，随着金融板块的完善，可实现客户流的内部转化和销售渠道整合。子公司贵阳金控在2015年首次被纳入并表，2016年半年报赚取净利润8.1亿元，在公司约26亿元的净利润中占比超过30%。

为了收购华夏人寿21%～25%股权，公司曾置出地产业务，公司将中天城投等相关房地产业务从上市公司悉数剥离。由于重组并不顺利，2018年12月公司又收回了房地产业务。但收购华夏人寿股权仍在积极推进，若顺利完成，将进一步加深公司的金融属性。

图书在版编目（CIP）数据

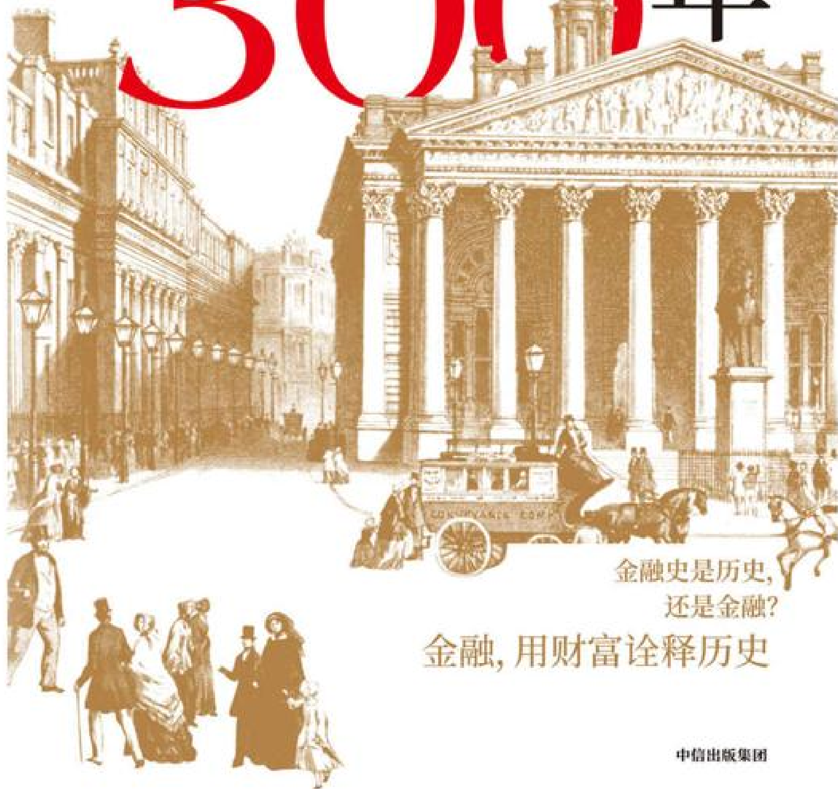
管清友的股票投资课：做趋势的朋友/管清友著.--北京:中信出版社，2020.9
ISBN 978-7-5217-2036-5
I.①管… II.①管… III .①股票投资 - 基本知识 IV.① F830.91
中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第124796号

管清友的股票投资课——做趋势的朋友
著者：管清友
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：240千字
版次：2020年9月第1版
印次：2020年9月第1次印刷
书号：ISBN 978-7-5217-2036-5
定价：65.00元
版权所有·侵权必究

瀛洲客
/
著

金融激荡300年



金融史是历史，
还是金融？
金融，用财富诠释历史

中信出版集团

目录

前言 为什么从金融角度看历史？

第1章 三生三世，此债绵绵

国王当“老赖”：英国资产阶级革命缘起

金融具备理性吗

国王与乞丐

光荣与承诺

金融第一定理：本金比利息更重要

第2章 王为钱狂

昔日银行

国王的金融天赋

银行之初，其道大光

金融没有童年

第3章 谋杀英格兰银行

善花与恶果

打倒东印度公司

南海公司I：猜到了故事的开头

南海公司II：没猜到故事的结局

泡沫如美女

第4章 大国胜负手

天才与骗子

密西西比泡沫：梦里不知身是客

金融第二定理：拯救比惩罚更重要

工业革命必须等待金融革命

第5章 非著名金融学家：牛顿
天降牛顿
炼金者
货币黄金结
摩登时代的门票
第6章 金融三国志I
得金融者得天下
法兰西银行：遥远的智者
黄金世界
第7章 金融三国志II
美国金融教父
桃花源里无金融
巅峰之辩
第8章 市场生死劫
没有银行的日子
回光返照
十三从军征
剑斩银行，保壮丽联邦
旧金山金矿的悲剧
第9章 金融造物主
爱迪生没说出来的话：灵感不是最重要的
金融点亮世界
沉没的泰坦尼克号
谁是金融救世主
美联储是私有机构吗
第10章 渡劫
血腥的开端
上帝没有保佑美国

被冤枉的胡佛
唯一不得不恐惧的就是恐惧本身

第11章 那年，那小镇

凯恩斯与怀特
美元灾，美元荒
永别了，黄金
物价与失业齐飞

第12章 西方世界终将衰落

这里是硅谷
如果你觉得听懂了我的话，那你一定是错了
金融第三定理：黑洞定理
明斯基对吗：黑洞定理的进一步解释
跳出金融看危机

后记

参考文献

版权页

前言 为什么从金融角度看历史？

金融史是历史，还是金融？

我们给出的回答：都是。金融史是历史，更是金融，是金融规律下形成的历史，又在历史中演绎着金融规律。

那么，什么是金融？

所谓金融，不过是资金融通渠道，故曰：金融。

那么，什么是金融规律？

所谓金融规律，不过是讲述资金融通渠道如何变迁，资金如何高效运作。“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。”用经济学的语言来描述，就是市场提高资源配置效率的一个过程。看清金融史，就能看清天下，看清所有的熙熙攘攘，看清天下熙熙攘攘中“钱”怎样“来”，又如何“往”。

搞实体经济的人都知道，销售渠道一旦变化，整个行业就会天翻地覆。资金融通渠道变迁也是一样，会改变整个金融业。不同的是，资金融通涉及整个社会经济生活，不仅意味着金融业自身的变迁，还意味着各行各业获得资金的优先级发生更迭，于是产业便有了兴衰更替。

商业银行、投资银行、风险投资是金融史上三次最重要的革命，与之同时间出现的是三次技术革命：第一次工业革命、第二次工业革命、信息技术革命。金融史上的“三次”与技术史上的“三次”相伴相生，绝非偶然。创新让世界焕然一新。要想让创新成为创新，一定要有足够的激励，所谓激励就是钱，就是金融！

这便是金融：用钱赚更多的钱，魔法般地催生一代又一代新兴产业，用钱送人类走出洪荒，用钱带领人类走向文明。

与金融相伴相生的仅仅是崭新的世界吗？

当然不是，金融不但可以开辟未来，还可以把人类送回过去。我们每一个人都知道，金融后面还可以加上两个字——危机。谈虎只能让人色变，遇到金融危机，社会财富就一定毁灭，让每一个人感受到切肤之痛。1929年大萧条、1997年东南亚金融危机、2008年全球金融海啸，每一次金融危机都让经济在一瞬间倒退几年、十几年甚至更长时间，让奋斗和汗水化为乌有。

这也是金融：把别人的钱变成自己的钱，最终只能毁灭财富，让水榭冰消，让凤凰台栖枭鸟。

金融是一柄双刃之剑，无论王侯将相还是布衣黔首，任何人都难折金融利剑之锋，伤人还是害己，都在剑手一念之间。

此非金融之过也，唯贪婪与恐惧尔。

如此，只要人类还存在，贪婪和恐惧就将永远如影随形；如此，只要交易还存在，就总会有人领略剑之双锋；如此，只要财富还存在，金融将永远演绎欢笑与泪，剧情将永不枯竭。

时间不灭，市场不死。

人类用自己的财富绘出连绵不断的市场图形，又为自己讲述着财富故事。一切距离，财富最近，一切都用盈亏表示，这才是世界上最昂贵的绘本，一尺一寸都用真金白银绘制。

问世间，还有比这里更好的舞台吗？

金融市场帷幕之后，尽是人世沧桑。本来剧情可以包罗万象，在这里只被简化成几组符号：阴或阳、涨或跌、赚或赔。回环曲折之间，一个人、一家企业、一个民族的命运便被改变！

舞台上有好人也有坏人，有好事也有坏事。顺金融者，遏制贪婪与恐惧，即为是；背道而驰者，即为非。是是非非，无论剧情怎样变化，

都有一条主线贯穿始终，那便是如何分配财富使用权。

换一句话说，金融在用财富诠释历史。

从金融角度看历史，尽管故事还是故事，但盈亏逻辑下那些是是非非，都能还原为一个最简单的元素——钱。人间烟火正浓，便可能最大程度地还原故事，故事也就变成了真实的事。

所谓金融，所谓历史，所谓金融史，即为如此。

第1章 三生三世，此债绵绵

国王当“老赖”：英国资产阶级革命缘起

毋庸置疑，英国是世界史上第一代全球性大国。读英国或者西欧历史会给人强烈的跳跃感，颇有穿越的感觉。如果可以站在1640年的伦敦，那么，即使英国击溃了西班牙无敌舰队，你也不可能看出这个国家将在接下来的百年中引领世界，成为新一代日不落帝国。

约翰·克拉潘在那本不朽的《简明不列颠经济史》中为我们阐明了英国最发达的呢绒和亚麻布纺织业究竟是何景象——手工业工场分布在广袤的“农村”，所谓“工场手工业”就是这个时期的英国纺织业。这个时候英格兰和苏格兰全部人口加在一起不过300多万。1600年前后，伦敦只有15万人，当时，一个人口过万或者人口超过5000的地方就是大城市了。

反观中国，早在宋徽宗在位期间，汴梁就已经是人口高达百万量级的城市了。据《宋史·地理志》记载：“天下有户二千八十八万二千二百五十八，口四千六百七十三万四千七百八十四……”众所周知，有人才有市场，才有生产力，才有一切！按黄金价格计算，宋真宗天禧五年（1021年），北宋财政收入达到150850100贯，约折合7.5亿克黄金，折合人民币2000亿元左右，如果考虑当时黄金生产能力与今天的差异和当时的人口基数，那么这个数字远高于2000亿元。

在一系列数据面前，我们甚至不需要经济学常识就能判断中国宋朝较几百年后的大英帝国更具备活力。

历史只有一件事永远真实：这里不存在假设。

中国宋朝终究没能演进出资本主义生产方式，这在经济史学界被称为“李约瑟难题”，很多人用很多种方式试图对“李约瑟难题”进行解释，至今没有一个被各方接受的结论。很多问题也许永远没有答案，只有现

实，我们也只能顺着金融的逻辑剖析历史长河中的点滴浪花。

历史是真实存在的，如同人生没有重新来过的机会。体会到这一点，就会发现，无论人生还是历史，有时候都是痛苦的。

资产阶级革命前夜的英国，英伦大地并不富裕，陷入窘境的不仅仅是普通人，还有王室和贵族。连年不断的战争耗尽了王室财富，1561—1640年，短短80年间，英国王室被迫卖掉了3/4的土地。1593—1603年，都铎王朝的最后10年，英国通货膨胀率较几十年前上升了3～4倍，要知道，在近代之前的西欧史中，通货膨胀是极为罕见的。

在任何时代，社会阶层向上的通道都不可能真正关闭，此时的英国，唯一处于上升态势的只有新兴资产阶级。很遗憾，所谓新兴资产阶级并非影视剧中的商业巨子或大亨巨富，更不是托拉斯般的巨无霸，他们中大多是最普通的中小工商业者，甚至有人出身农奴。

阶层跃迁历来都是引人入胜的话题，每次读到这些故事，我想到的最多的是现在的小微企业：一国经济的真正实力不在于有多少世界500强企业和巨无霸，而在于小微企业的存在。芸芸众生、万家灯火才是真正的俗世，只有小微企业有机会成为巨无霸，一个国家才会屹立于世界民族之林。

梁启超说：“少年强则国强。”我说：“小微强则国更强。”

让我们继续看这个时期的英国。尽管英国即将走向世界历史的前列，但此时的斯图亚特王朝已经处在风雨飘摇之中。英国王室在欧洲本来就属于“贫困户”，伊丽莎白一世在位时期（1588—1603年），英西战争、登基大典等耗费了大量财富，詹姆士一世如此评价当时的窘境：

我知道国家肩负沉重的负担已持续20年甚至更多年了，它正变得日益贫困。还有什么比一个政府能得到支持，一个君王能够支付得起为保卫和平与安宁所必需的（战争）费用更好的事情呢？如果没有一个特别的办法来增加政府的收入，那么政府必将面临毁灭的境地！

站在历史大峡谷的缝隙之上，国王詹姆士一世却没有任何感觉，他确实找到了一个特别的办法增加政府收入，确切地说是增加政府现金流，那就是借钱。简单来说，詹姆士一世的一生是借钱的一生，用各种方法借钱，不择手段地向国民借钱（请注意，不是征税，就是单纯借

钱）。

詹姆士一世活着的时候借钱借到天昏地暗，花钱也花到天昏地暗，此君死于1625年，把烂账留给了子孙后代。在任何时代，任何人借钱都要有限度，无论个人还是国王，超量透支信用都不是一件好事，何况詹姆士一世经常借钱不还。有部电视剧名叫《三生三世枕上书》，有时候信誉透支的恶果也需要还三生三世，王室也不例外。

替詹姆士一世还钱的人则是查理一世和詹姆士二世，还钱的代价是两次改写世界史的革命——英国资产阶级革命和光荣革命。如果詹姆士一世看到身后事，不知道他对于自己的所作所为会不会后悔。

詹姆士二世和光荣革命要等一等才说，先说说查理一世与世界上第一次资产阶级革命。

查理一世在英国史、欧洲史乃至世界史上的名声都可谓如雷贯耳，不仅因为他在位期间爆发了第一次资产阶级革命，还因为他是一位在资产阶级革命中被砍掉了脑袋的国王。当然，1625年，查理一世在登上王位的时候，无论如何都不会想到会有断头的命运，他只知道自己在英国国内已经很难借到钱，国内利率有时甚至飙升至30%。在利率如此高的环境下，王室主要收入只有领地地租、英国贵族捐赠和关税（包税制）等，而支出却要对付全英国的烂摊子。

“英明”的国王想到了另一个途径——宗教收入，由此激发了一场旷日持久的宗教之争，其巨大的冲击力彻底改变了英国社会。

17世纪初的英国，经济困窘并不是最糟糕的景象，最糟糕的是无处不在的宗教之争。当时，英国国教与清教（属于加尔文宗）之间存在激烈的冲突：清教徒认为，只需要自己承认信仰上帝就可以独自与上帝“沟通”，这一点有些类似于佛教中的“禅”；相比之下，英国当时的国教教徒认为自己没有资格与上帝沟通，需要依靠主教主持的很多繁缛的仪式。当然，主教做这么多事肯定不是免费的，教徒必须为此支付很高的费用。

宗教之争最后一定可以归结到经济原因，最大的原因就是国王的钱包。英国国教不承认教皇，英国国王是英国最高宗教领袖，教徒为教会支付的费用实际上是一种变相的税收。

信仰上帝需要钱吗？国王可以把信仰当作税收吗？

关于这场宗教之争，历史文献中的各方观点已达成共识：清教代表新兴资产阶级，国教代表王室与封建贵族；清教与国教之争在一定程度上可以代表新兴资产阶级与封建势力、进步势力与落后势力的斗争。关于这种争论，马克斯·韦伯更是在《新教伦理与资本主义精神》中提出了一个惊人论断：清教思维有利于新兴资本主义生产模式发展，清教徒认为上帝只垂青有成绩的人，赚钱本身就是此岸的责任；既能赚钱又能得到上帝关注，新兴资产阶级的赚钱动力可不是一般的大。

从金融角度看历史，需要分析各方利益。

清教徒的出现一定不利于查理一世增收；查理一世增收又不利于大家的钱包，这种行为理所当然地遭到新兴资产阶级的强烈反对，谁会愿意将自己辛苦所得的财富白白奉献？从经济收益的角度考虑，人们更愿意信奉清教——尘世本无世俗主。

矛盾愈演愈烈，终于……

1637年，国教长老会在苏格兰推行英国国教格式的祈祷书。敕令刺激了苏格兰人民原本紧绷的神经。3月，起义爆发，苏格兰起义军宣布“民族圣约”，号召全体苏格兰人民一起向“倾向天主教的英国国教”宣战！

可怜的查理一世，本来就没啥家底，与苏格兰开战一年后大败而回。1639年8月，苏格兰起义军再次逼近英国，查理一世不但借不到钱，还遇到了更尴尬的窘境——1640年，王室一手栽培起来的英国东印度公司居然“造反”了，就在王室手头最紧的时候，东印度公司突然提出停止对王室贷款！理由是国王授予私人掠夺海外殖民地财富的权力的行为严重侵犯了东印度公司在殖民地的权威。

大名鼎鼎的东印度公司是英国建立庞大海外殖民体系的急先锋，很多教科书在描述这家公司的时候都会提到一条：作为一家公司，它有对外宣战等一系列特权。我告诉大家，除了对外宣战，东印度公司还有另一种特权——该公司发行的票据在市场上可以被视为现金来流通，王室曾明确授权东印度公司掌握王室存款，在某种程度上是当时地位最高的金融机构，甚至可以被视为中央银行。

获得权力从来都是有代价的，东印度公司必须借钱给王室。如今东印度公司私自毁约，这很不厚道，不用说商业道德，连基本的爱国心都没有：苏格兰起义军兵临城下，它不该在这个时候坑国王吧？

东印度公司断掉了查理一世最后的希望，查理一世只能饮鸩止渴——再次召开议会，讨论征税。人们只知道引发英国资产阶级革命的导火索是查理一世被迫召开议会，其实召开议会的原因是查理一世实在借不到钱了，这才让议会去讨论征收新税。

为了取得议会信任，查理一世被迫下“罪己诏”，承认王室借款不守信用是错误的。在查理一世看来，“罪己诏”只是给议会一个台阶，最终目标仍旧是开征新税，以“合法”的税收替代“不合规”的借款。然而，1640年3月成立的新议会从成立第一天起就根本不买账，不但没有讨论纳税的问题，反而重提议会的原则——“未经议会同意，不得强向国民募债或征税”。

借不到钱才召开议会，您这儿不但不收税，还禁绝了借款？

结果是显而易见的，查理一世拒绝承认议会决议，下令逮捕皮姆等议会领袖。结果引发了资产阶级革命，直至查理一世断头。

英国资产阶级革命是世界上第一次资产阶级革命，震古烁今，如今已经被西方供奉在神坛之上，被认为是西方文明或者民主体制的开端。然而，这场被冠以无数美名的“资产阶级革命”其实很尴尬，即使在西方史学界，指责声也从未停止。最现实的问题是，革命并未给英国带来富强，甚至没有带来“三权分立”的政治体制，查理一世断头之后，克伦威尔自封“护国主”，是议会更强大的敌人。

擦干1640年英国资产阶级革命在故纸堆中留下的血迹，只留下最世俗的东西，或许结论会更简单易懂。

什么最世俗？

当然是钱。

钱是我们日常生活中最普通的东西，也是金融市场最基本的单位。这场神坛上的资产阶级革命的目的其实就是这个最简单的目标。何止是英国资产阶级革命，从古至今，刀光剑影、炮声隆隆只是战争的表象，

战争的目标和本质永远都可以归结为一个词——利益。从1640年的英国资产阶级革命到今天的美国，无一不在全球发动战争。

2003年美国攻打伊拉克，目标是什么？

钱。

2003年美国攻打伊拉克，靠的是什么？

说到底还是钱。

教科书可以从正义、非正义等角度区分战争，然而，在开战的一瞬，所有的正义、非正义都要靠经济手段来实现。战争的本质和表象全部是经济的延伸，用和平手段得不到的东西，就在战场上得到，金钱就是战争最强大的动力！

钱、财富或者货币全部与信用相关，有信用就会有现金，就会有现金流，就能打赢战争。一般来说，封建王朝最强大的是国王，正常情况下没有人会怀疑王室或政府的信誉，王室信誉就是钱，就是现金流。

现在的问题是，斯图亚特王朝历代国王过度透支了自身信用，再也借不到钱了。议会抗争让王室明白信誉已不可恢复，于是挑起了战争，试图通过战争强化自身信誉——只要能击溃一切对手，强权照样能带来信誉。

只要击溃议会，强大的王权就再无挑战者，就能给斯图亚特王朝带来各种各样的收益，包括借款，也包括税收。如果查理一世获得胜利，那么英国历史乃至世界历史的走向都可能完全改变。话虽然这样说，但击溃议会需要的恰恰还是钱，王室既然透支了信用，就不可能得到钱。

从开战的一刻起就注定了失败的命运，谁会借钱给一个没有信誉的人呢？没有钱又怎么可能取得战争胜利？

果不其然。

1642年1月10日，查理一世悄悄离开伦敦，到达北方的约克。8月，查理一世信心满满，在诺丁汉升起王旗，挑起了内战。

查理一世向来坚信“君权神授”，以战争的方式要回国王的权力原本

就在意料之中，出人意料的是国王的融资方式。

战争当然需要钱，没钱怎么办？

查理一世给出的答案是：借！他旧业重操，又开始向英国人民借钱，抵押物居然是250万亩[1]苏格兰土地。

这就有些匪夷所思了。查理一世虽然也是苏格兰国王，但当时苏格兰和英国压根就不是一个国家，苏格兰的土地更不是王室私产，查理一世却拿人家的土地做抵押……一个惯于赖账的“老赖”开出如此价码，有几成可信度？

议会领袖皮姆却很实在，他开出了每年3万英镑的价码，以此换取苏格兰不支持自己的国王。为此，苏格兰起义军与议会新军签订《庄严同盟与圣约》，切断了查理一世的所有希望，保证新军不会腹背受敌。

如果议会新军领袖始终是皮姆，英国光荣革命可能就是蛇足，这个国家就极有可能早半个世纪进入资本主义社会。遗憾的是，1643年12月，皮姆逝世于伦敦。此时，查理一世真正的敌人出现了，他就是克伦威尔。

1647年，王军彻底溃败，查理一世则逃亡至苏格兰。苏格兰人对自己的国王很不够意思，以40万英镑的价格把他卖给了议会新军。此后的结果如今全世界都知道：1649年，查理一世丢掉了人头。

不讲信誉，丢掉的仅仅是一个国王的脑袋吗？

看起来伟大的资产阶级革命并没有给英国带来繁荣和富强，新军领袖克伦威尔摇身一变成了护国主，比斯图亚特王朝更加聚敛无度，英国国家财政仍旧是一个烂摊子：1656年财政赤字为80万英镑，1657年达到150万英镑，1658年则高达200万英镑。更可怕的是克伦威尔的货币政策，为了弥补财政亏空，他下令让货币减重。于是，我们看到了时人记录的场景：

坎伯兰委员会和治安法官证实，这个地区有3万户农民没有种子，没有口粮，同时又无钱购买……该地区由于粮食缺乏，许多人死于饥饿，中等财产的人变成了贫民，而原来的贫民，现在则在死亡线上挣扎。

护国主政府的轨迹跟斯图亚特王朝差不多，不但无法在国内征税，在大商人手中也借不到任何贷款。无论是护国主还是国王，失去融资来源在一定程度上就等于失去了统治能力，结果就是克伦威尔的儿子被迫让出了护国主宝座。

经过一系列更迭与妥协，1660年，查理二世在荷兰布雷达发表宣言，斯图亚特王朝复辟。

---

[1] 1亩≈666.7平方米。——编者注

金融具备理性吗

当家方知柴米贵，查理二世登上了国王宝座，境况比他父亲好不了多少。

王室收支同样是一个烂摊子，所谓财政大臣根本就无权统辖财政部，更糟糕的是，英荷战争根本看不到尽头，第一次英荷战争（1652—1654年）之后马上就是更残酷的第二次英荷战争（1665—1667年）和第三次英荷战争（1672—1674年）。

很多历史学者赋予三次英荷战争特殊的意义，诸如从此英国取代荷兰成为世界性大国、为工业革命铺平了道路、为英国打开了全世界的市场……

历史是曾经的现实。生活在昔日现实中的人看不到那么多意义，只能看到最现实、最粗俗的东西，只有经过时间老人的检验才能知道真正的历史意义。在我看来，三次英荷战争中，英国只取得了一些战术性胜利，但这种胜利远未达到英西战争后压倒性优势的级别，荷兰衰败是自身原因造成的。

从金融的角度来看，如果非要说三次英荷战争给英国带来的影响，那么我认为是促使英国国债制度逐步趋于成熟。

战争需要财力支持，尤其是短时间内集中财力的能力。财政税收是温暾水，金融体系可以在短时间内聚集大量资本，在瞬息万变的战场上，聚拢资金的效率往往也是最重要的决定因素。与英国相比，荷兰才是金融前辈，跟英国根本不是一个量级的选手。如果不是荷兰自身一系列失误与巧合，那么世界历史极有可能不是我们今天看到的样子。

事情还要从借款说起……

17世纪中期是英荷争霸最关键的时候，居然也是两个国家贸易最为繁荣的时候。当时的情况虽然是三天一小打、五天一大打，但两国之间的贸易连接比任何其他国家都要紧密。查理一世时期，荷兰商行就已经遍及伦敦，英吉利海峡的位置则让英国成为荷兰天然的中转仓库。

对比两国生产能力、航海能力，英国略胜一筹，但是，荷兰在金融业上远比英国发达，人家是当代金融体系的鼻祖。阿姆斯特丹交易所成立于1602年，这个时候英国斯图亚特王朝还未开始。查理一世为借款煎熬的时候，荷兰人已经搞出了世界上第一场金融危机——郁金香泡沫。郁金香泡沫确实损害了荷兰国力，但是千万不要小看金融危机，金融危机对国民经济有重大伤害，也一定是对前期错误的纠正，我们将不断重复这个概念：危机、危机，是危险也是机会，如果转危为机，就是重大机遇！

第二次英荷战争时期，英国金融业仍旧没多大进步，还停留在原始状态，以金银匠为基础的乡村银行体系刚刚出现。

英国金银匠历来有为客户提供金银储存服务并借出金银的传统，查理一世在位期间，金银匠的收据开始在伦敦市面上流通，这些以金银储存为本位的票据在一定意义上成为英国最原始的“钞票”。也是从这个时候起，金银匠们开始组建合股银行，这些“银行”规模较小，属于合股银行范畴，股东不超过6人，被称为“乡村银行”。

这样一比较，两国融资效率的差别就明显了：阿姆斯特丹在全欧洲筹集资金，伦敦却只能在全市范围内借款，还常常借不到。

融资数量少一些倒没什么，关键的问题是利率定价。

阿姆斯特丹已经有了完善的借款市场，利率始终稳定在10%以内。伦敦金融市场刚刚成立，乡村银行辐射的地域范围较小，在某个特定的区域内近乎垄断，对利率有定价权。因此，伦敦资金市场利率远比阿姆斯特丹高，借不到钱就算了，就算借到钱，年利率也在30%左右，气得国王查理二世大骂伦敦金银匠全是吸血鬼，因为他在核定官定利率的时候参考了荷兰金融市场，发现对方的利率只有4%~10%。

高利率带来的损害是显而易见的，受害者不仅仅是王室，还有新兴资产阶级。英国正从封建制度向资本主义转变，刚刚开始在全世界扩展殖民地，对资金的需求非常强烈。但是，具备垄断地位的乡村银行显然不会放弃高利贷巨额利润，那些所谓“银行家”才不管大英帝国是不是雄霸全球，才不管工商业会不会发展，他们只看自己眼前这点儿蝇头小利。以乡村银行为主的金融体系很快成为帝国前进路上的绊脚石，不仅损害了实体企业利润，阻碍了英国经济发展，还使得英国范围内无法形

成统一的资金市场。

就是这个金融体系让更离谱的事情发生了，它使得英国在第二次英荷战争中全线溃败，几乎扼杀了襁褓中的日不落帝国。

事情的起因是这样的：

第二次英荷战争爆发前，双方战舰数量类似，荷兰战舰的吨位和火炮口径都不如英国，背后又有法国捅刀子。英国人为这场战争准备已久，1664年，英国王室事先从伦敦商人手中获得了20万英镑贷款。单纯从经济军事力量上来看，荷兰胜算不大。

所以，英国不断挑衅……

——1660—1663年，英国议会通过新《航海条例》和《主要产物法》，对荷兰海上运输贸易不遗余力地进行打击：只有英国船只才能从事英国货物进口，尤其是鱼类（从古至今荷兰主要支柱产业之一都是渔业），试图把荷兰排除在对英贸易之外。

——为抢占全世界殖民地，英国开始在全世界与荷兰作战：1663年，英国抢占荷兰非洲殖民地，荷兰的象牙、奴隶和黄金贸易几乎被切断。

——1664年4月，英国议会已经批准对荷兰作战，但荷兰方面一直在忍受。宣战后，英国第一时间抢占了荷兰在新大陆的老巢——新阿姆斯特丹，就是后来的纽约。

即便如此，荷兰仍旧把宣战日期拖延到了1665年2月，可见当时荷兰对战争结果很担心。果不其然，1665年，洛斯托夫特海战，双方精锐尽出，最初荷兰战舰还处在有利的顺风位置，最后居然以1：8的战舰损毁率再次被英军击溃。

从理论上说，洛斯托夫特海战已经奠定了第二次英荷战争的最初战局，荷兰的海上交通线已经被切断，无论从士气、军事力量还是经济力量上来看，荷兰战败都是早晚的事，也不可能组织有力的反击。

决战到来之前，谁也没有想到的事情发生了……

在获得泰晤士河水文情报之后，1667年，荷兰军队进行了一次偷

袭，一支荷兰舰队居然趁着夜色驶入了泰晤士河。奇袭对方本土的战术其实很愚蠢，军舰只有在泰晤士河涨潮的时候才能航行，风向不对、风力不足都有可能导致搁浅，风险极高。

然而，荷兰舰队的奇袭战略居然成功了！这支小小的舰队占领了英国希尔内斯炮台，顺便抢走了炮台里存放的一点儿黄金。

很多战争史将之描述为世界海战史上的奇迹，是荷兰将领德·勒伊特将军的一次精彩表演，他以一己之力扭转了整个战局。

我的专业是金融学，不太懂战争，不知道国家命运能否被一次奇袭改变。我只看到了偶然中的必然，这次奇袭引发了一场金融骚乱：原本平静的市场被非理性的行为搅乱，人为造成了一场挤兑风波，进而造成了伦敦社会秩序大混乱。也许，正是这场金融风波给了荷兰舰队出逃的时间。

1667年6月，从睡梦中醒来的英国人突然发现荷兰军舰居然已经开到家门口了，坊间传闻炮台里的黄金储备被抢，恐慌情绪在人群中蔓延。从承平世界突然进入战争，每个人都有天然的恐惧，避险是自然而然的本能反应，任何人都知道，这个时候只有硬通货留在身边才最安心。当时，伦敦金融市场上乡村银行发行了很多票据，平日里这些票据可以替代金币、银币，实际上就是银行券。

从银行券时代到现在的商业银行时代，银行一定是经营信用的行业。任何一家银行都不可能有百分之百的备付金，如果备付金百分之百，那么这家银行等于只出不进，根本就是在做赔钱的生意。银行只有把存款借出去才算赚到了钱。所以，在任何一个时代，如果所有人在同一时间去银行提款，那么一定会出乱子，这就是金融体系最大的风险和最终表现——挤兑。

当时的情况就是这样，人们看到了荷兰战舰，想到了自己的金银，人们争先恐后地冲向了乡村银行……

挤兑发生了。

当所有人都来挤兑时，乡村银行不得不面临这样的选择：要么兑付库存的金银，直至破产；要么根本就不兑付，硬挺着，过一天算一天。从经济理性来说，金银匠一定会选择后者：反正早晚要破产，还不如干

脆不认账。于是，伦敦乡村银行的行动近乎统一，拒绝兑付存款人手中的票据，死守库中金银。

结果可想而知。金银匠拒绝兑付金银，相当于伦敦市面上的现金全部作废，这引发了市场巨大的混乱。

别忘了，这个时候，荷兰人的战舰还在泰晤士河呢！

混乱的市场中，人们看着荷兰军舰在泰晤士河耀武扬威，英国皇家舰队尚未出战就遭到了重创，但谁都没心思组织反击——银行不兑付，所有人的钱都会付诸东流！一场大乱中，荷兰海军就这样堂而皇之地返航，伦敦却在骚乱中暴发了瘟疫和火灾。

虽然最终不一定是本次英荷战争奠定荷兰胜局，但是，这个插曲让人扼腕叹息，道理也发人深省。

无论现代还是古代，市场主体都一定是趋利避害的，即选择服从“市场理性”。通常情况下，市场理性会引导资源流动，实现更为有效的配置。我们说的是“通常情况”，请一定要记住，除了“通常情况”，还有“特殊情况”。特殊情况下，市场不是万能的，极端情况下市场会失效，此时，个体理性未必是集体理性，最佳个体福利未必是最佳社会福利，甚至，个体理性决策最后会导致个体福利、社会福利净损失。

最典型的例子莫过于金融市场暴跌，出逃的人越多跌幅就越大，避免损失最有效的方法是所有人一起渡过难关。但是，市场的特征决定其参与主体一定是趋利避害的，最后适得其反，乡村银行和存款人的选择只是一种诠释：金银匠选择不兑付是理性选择，这个所谓理性选择未必能守住个人财富，只会给社会带来动荡，带来明显的负效应，社会福利净损失怎么说都不为过，尤其是在战争时期，这种个人行为几乎能毁掉国运。

贪婪和恐惧是金融市场永恒的主题，这不可怕，因为这是不可磨灭的人性。事实上，正因为有了贪婪和恐惧，市场才更有魅力。可怕的是，我们如果放任贪婪与恐惧，便会对市场造成致命的伤害，人性也就变成了魔性。

恐惧与贪婪与生俱来，如何控制？

从古至今，市场最大的道理就是竞争，竞争还有一种贬义说法，就是“弱肉强食”。请记住，强者的作用不仅仅是压制弱者，更重要的是给所有市场主体安全感，让所有弱者都生存下去。规制市场的方法只有一个，那就是塑造一个市场最强者，用市场的规则来管理市场！金融市场是人性极为暴露的地方，必须出现一个强有力的权威，让所有市场参与者相信它是无所不能的。非如此，无以控制贪婪与恐惧；非如此，无以将洪水般的市场情绪控制在集体理性之内；非如此，无以缔造一个强大的帝国。

在任何时候、任何地点，政府都是最强大的信用主体，一定也是金融市场最强大的权威。在第二次英荷战争的案例中，如果王室具备足够的市场信誉，只需要宣布战时停兑规则，市场秩序就不至于彻底崩溃。

英国即将走入资本主义社会，金融市场却一半是海水一半是火焰，要想控制这头怪兽，王室必须有足够的控制市场的能力。在本书里我们将看到，从南海泡沫到次贷危机，世界上任何一次经济危机的救亡者都是政府，尤其是中央政府。

关于政府究竟应该在经济运行中发挥多大作用，经济学者曾经有过很多辩论，但最终也没说清楚。在我看来，在不同的环境、不同的人文历史条件下，这个问题会有不同的结论。唯一能确定的是，在原本最为市场化的金融市场，全世界各国不约而同地选择了强化政府职能——以国家信誉规制金融市场，美国便是巴塞尔委员会的始作俑者。因为，国家信用是最强大的信用，如果这个集体都失败了或者不存在了，个人财富就无从谈起。

当时的英格兰，距离日不落帝国还有一家银行的距离。要迈出这一步很不容易，很快就会出更大的乱子。

国王与乞丐

自古以来，英国就有这样的传统——国王应该靠自己生活。这是一句听起来顺理成章的话，事实上，不是这样的。

国王不但要靠自己生活，还要靠自己的收入养活国家。

封建时代的英国王室收支与国家财政原本是一体的，国王不但要靠自己生活，还要靠自己来应付公共支出。国王靠自己生活没问题，将国家公共支出加在国王私人身上就不厚道了。国王穷一点儿没什么，但在国家财政捉襟见肘、极端困难的时期，整个国家都有可能无法应对面前的危机，比如，对外战争。

斯图亚特王朝复辟并非查理二世一人之功，这次复辟，不仅复辟了王室，还复辟了议会。这里要说，查理二世遇到的议会还算厚道，复辟初年通过了一项议案：为保证国王能够“有效统治”国家，包括关税在内，国王每年可以得到120万英镑的收入。

120万英镑在当时确实是一笔巨款，正常年景支付王室用度差不多够了，但如果遇到战争就另当别论了。查理二世没有生在太平时期，在位期间先后经历了两次英荷战争，每年只军费一项就占收入的50%，国王难免入不敷出。

查理一世的人头刚刚落地，殷鉴不远，查理二世不敢轻易开征新税。然而，面对战争又必须筹集军费，给战士发足够的薪水，购置军火，何况查理二世始终力推天主教，根本不是省油的灯。

一段离谱的“活”话剧在英国上演了……

第二次英荷战争失利，直接导致了伦敦金银匠停兑事件。这不算什么，后面发生的事情却让人感觉到金融危机的破坏力居然“没有最高，只有更高”。

没有钱，不能征税，英国王室拿出来的方法只有借款：向英国国内的有钱人——金银匠借钱。原本王室借款对金银匠来说是一笔不错的生

意：单笔金额高，省去了一笔一笔借贷的麻烦；再说，王室的信誉总高于一般商户。其实，这跟现代商业银行喜欢借钱给大企业没什么区别，大企业风险低，信誉好，又省工本费，商业银行何乐而不为？

问题的关键在于，英国王室的市场信誉并不怎么样，王室财政管理混乱是人尽皆知的事实，财政大臣无权统辖财政部，“财政部内部几个部门彼此独立，互相倾轧，政府的财政来源分别被掌握在几个委员的手中”。

1672年是一部分债务到期的日子，英国王室共有225万英镑债务，相当于岁入的两倍。今天财政学有一个指标叫“国债依存度”，意思是一国国债与财政收入的比率，国际公认的警戒线不能超过60%，超过这个比例就会被认为对债务依赖性过强。

按照国债依存度的概念来衡量，英国王室为200%，远远超过了警戒线，果不其然，后面的事情发生了……

1672年，已经无法查证具体是哪笔王室债务到期了，王室开始拖延某笔债务兑付，然后在市场上引发了燎原大火。有文献这样描述当时的情况：所有的债券持有者蜂拥至财政部要求兑现。

225万英镑接近国王岁入的两倍，绝对是一笔巨款。

面对巨额债务，查理二世的应对措施轻飘飘的——休克疗法。不是还不起吗？干脆我就不还了。王室粗暴地宣布冻结债券本息，然后彻底赖账！王室拒不支付本息，这件事在英国历史上被称为“财政部停兑”，被历史文献评价为“政府信用最差的一次借贷”。

虽然金额大，但王室欠债或国债依存度偏高不是天翻地覆的大事，关键是怎么处理。

国债依存度很高没有关系，但不能停兑，国债停兑等于政府信用破产。2019年，美国国债总额23.07万亿，财政收入只有7万亿，算下来国债依存度已经达到329%，这比查理二世混得惨多了，但美国就没事。当然，美国之所以能维持如此高的国债依存度，很大程度上是因为美元是世界货币，查理二世却生在了本位货币时代。

市场信用其实是一件很玄妙的事，只可意会不可言传——当大家觉

得你有信用的时候你一定有信用，如果大家都觉得你没信用，你就越来越没信用——至于真正的信用则有可能是一个黑箱。从有信用到没信用、从没信用到有信用，两种转换都很玄妙，至于这个转变具体是如何发生的，并没有一个精确的标准可以衡量。

今天，全世界的地标建筑几乎都有金融机构的影子，金融机构营业场所所处的地段和建筑装修都是最昂贵和最豪华的。

为什么要这么做？要让人们感觉到金融机构有钱！

相反，不摆谱，人们感觉不到金融机构有钱，甚至会觉得金融机构没钱，如果那样，事情就会很麻烦。

国王太没吃相，对市场公开宣布停止兑付国债。停止兑付等于告诉所有人自己没钱了，公开宣布国家信用破产，接下来就是一场多米诺骨牌游戏了。

处理金融危机的方法不符合常理，它不讲究透明，一个最重要的因素就是不能让市场知道真相，以免产生更严重的践踏。危机处置不涉及公平或者正义，最重要的是能解决问题。问题不解决，无论公平还是正义都不存在。

查理二世恰恰相反，停兑等于公开自己没有底牌，他生怕别人不知道。这种处理方式不仅直接消灭了市场预期，还摧毁了市场上最强大的信誉。从此，市场再无预期，国家再无强者，这样的市场还是市场吗？

王室信用主体倒下，绝对不是孤立事件，而是倒下来的第一张多米诺骨牌。据统计，在财政部停兑债券中有136.57万英镑属于当时的银行家——金银匠，约占总量的62.35%。金银匠是有钱人，是银行家，他们的现金流来自储户负债，他们购买国债只是为了赚个差价、做个小生意。您国王欠钱不还就算了，还搞得人尽皆知。现在所有人都知道银行无法从王室兑换黄金，因此储户就一定无法从他们那里得到黄金。如果不能取出自己的黄金，那么银行又有什么存在的意义？

和当年英国人在第二次英荷战争中看到荷兰战舰之后的情况一样，市场立即爆发了针对金银匠店铺的挤兑。金银匠是理性的商人，不可能坐困愁城。钱都是个人的钱，既然国王可以欠债不还，那么我们凭什么兑付真金白银？他们的应对措施是全体停止兑付金银——这就是全国范

围的挤兑了，整个英国立刻陷入了剧烈的金融动荡！

银行停兑，可以认为银行破产；政府停兑，可以认为政府破产，失去了管理社会的能力，失去了对外战争的能力，接下来就是一场社会大动荡。

英国的幸运在于，英国王室不存在破产的可能，债主还在。与当时中国的封建社会相比，西方社会更相信“君权神授”，政府可以下台，王室主要靠血脉传承，“皇帝轮流做，明年到我家”的传统不是太管用。

混乱的市场让王室的日子更加艰难，偏偏1672年正是第三次英荷战争开始的年份。1672年3月，查理二世联合法国对荷兰开战，虽然占领了荷兰大片领土，却在抢得先机的情况下打得非常艰难。

怎么可能不艰难？

停兑令下达以后，查理二世仍要筹集战争经费，他不可能借议会之手征税。议会从上到下都反对再次与荷兰开战，剩下的途径就只有借款了。1672年，查理二世宣布，为筹集战争经费，王室将再次向乡村银行借款10万英镑。

前面的钱您还没还呢，又借？

战争已经开始，必须用钱作为支撑，王室必须借到这笔钱……不过王室确实借不到这笔钱。

于是，我们看到了一个匪夷所思的场景：上至财政大臣帕特森，下到各级官员，大家一起走上伦敦街头，一个店铺挨着一个店铺、一间办公室挨着一间办公室地沿门托钵（确实可以说是讨钱）！

尽管王室大臣变成了乞丐，但结果依然是没借到这10万英镑。最终，英国在抢得先机的情况下输掉了第三次英荷战争。

有人问：什么是改变英国日益贫穷的状况的办法？

一个声音开始在大英帝国上空回响：建立一所银行！

面对混乱的局势，查理二世代表王室和政府承诺：王室的欠款仍是贷款，可以得到6%的年利率，在此条件下金银匠应该恢复兑付。面对最

强信用主体，市场很乖，哪怕只是一个承诺，市场秩序都会立即恢复。因为，只要人类存在，市场就一定会继续下去，我们只能选择相信。

没有什么信誉可以无限透支，一而再、再而三地戏弄市场，一定会被市场反噬。一定要对市场怀有最基本的敬畏之心，在这里，只有市场规则是神，如果规矩能被突破，它也就不再是规矩了。

市场最基本的规矩是什么？

很简单：守信。

查理二世恰恰就没有这种基本的规矩，此后他又不断戏弄市场、滥用王室信誉，1672—1685年，不要说金银匠的债务没有偿还，就连议会也被再次解散。1685年，查理二世与世长辞，斯图亚特王朝的国王变成了詹姆士二世。

詹姆士二世不是省油的灯，不遗余力地在英国推行天主教，通过天主教加强自己的权威。与历代先王不同，詹姆士二世开始有意识地维持常备军，并将1.6万人部署在伦敦。查理一世人头落地不足百年，大英帝国再次走到了历史的十字路口。

不过，雄心勃勃的詹姆士二世马上就会明白，原来债务可以绵延三生三世，三代先王欠下的钱，要他一个人来还。结果，不但詹姆士二世失去了王位，斯图亚特王朝也跌落马下……

光荣与承诺

要想完整地论述西方国家金融治理制度，我们就无法跳过詹姆士二世与光荣革命。

光荣革命在世界历史上的地位远高于1640年的资产阶级革命，东西方史学界有一个共同的结论：是这场不流血的政变，而不是查理一世的人头，实现了英国资产阶级革命。光荣革命催生了即使在当时看来也惊世骇俗的《权利法案》，以契约的形式固定了国王与臣民的权力：……凡未经议会同意，利用国王权威停止法律或停止法律实施之僭越权力，为非法权力……

史学家——尤其是西方史学家——反复强调：有了《权利法案》才能将议会置于国王之上，把英国从实君制变为虚君制，资本主义制度才能获得长足的成长空间。经济学家诺斯给予光荣革命极高的评价，认为光荣革命奠定了当代市场经济的制度根基。诺斯在其作品《宪政和承诺：17世纪英国公共选择治理制度的变迁》中对此进行了详尽的论述：17世纪，英国政治制度变迁的核心是国王的权力不再无边无际，立法和司法独立使得王权被限制在规则之内。

与此相反，之前正是因为王权任意妄为才使得王室信用每况愈下，进而连带整个市场失效。光荣革命后制度设计的关键是，让政府能够切实可信地履行其承诺。同时，因为国王的存在，立法机关同样不可能为所欲为，只有在这样的框架下才能“明显保护私有权利”。

得出这个结论，诺斯最重要的证据便是王室那些还不清的烂账。

过了斯图亚特王朝最初几年，国王便无法系统地筹集到资金了。到17世纪20年代，在财政压力加大的情况下，国王便开始采用一系列“强行借款”措施，这表明国王无法以他愿意支付的利率筹集到资金。

但是，在光荣革命之后，政府不仅具备了偿还债务的能力，而且筹集到的资金数额也达到了前所未有的水平。在短短9年间（1688—1697年），政府借入款项增加了很多。贷款人在提供贷款方面的意愿的巨大

变化反映了人们对政府履行其承诺的预期大大增加。有证据表明，这些预期得到了证实，而且这种状况也顺利地延续到了18世纪。

在诺斯眼里，英国制度得以变迁的关键就是确立代议制制度。他坚持认为，尽管当时英国经济处于扩张或上升阶段，但保持上升动力的正是光荣革命建立起来的制度框架。

我们无意与这位经济学家辩论什么，只是心中始终有一个疑问：短短几年间，仅凭光荣革命建立的制度就能让英国王室债务从欠债不还走向光荣？

《权利法案》的口号虽然震撼人心，但其条文在1215年《大宪章》中就已经很明确了——国王不能超越法律。

《大宪章》不能推行，《权利法案》就一定能推行吗？

答案是显而易见的。

要想尽破藩篱，首在悟彻诸天。

让我们顺着金融的轨迹，给出我们的答案：光荣革命好像也不必然光荣，起码从东亚思维来看，结果很难理解。三次英荷战争刚刚结束，光荣革命的结果是英国迎来新国王——荷兰执政。拥敌国的执政为自己的国王，这合适吗？

大英帝国真正开始运作金融，恰恰从“叛国”行为开始。英国人为什么把荷兰执政奉为自己的国王？是因为欧洲国家向来缺乏民族责任感，还是另有原因？

关于这段历史，我们就从光荣革命的起因说起。

查理二世的继任者詹姆士二世是一个信奉“朕即国家”的人，手中常备军力量不断加强，如果他的势力继续强大下去，工业革命能否在英国爆发都会成为问题，更别提大英帝国称霸世界了。

历史的转折往往出现在不经意之间。

与查理二世一样，詹姆士二世同样强行在英国推行天主教。国教认

为，国王既是尘世之主，又是上帝派来统治众生的大主教。但是，英国人民不这么想，英国人民很不信任欠钱不还的国王，更不愿意把辛苦所得奉献给这位自称上帝的代表的人。

不过，广大英国人民还是有希望的。

詹姆士二世登上王位之前，他的两个女儿都信仰了新教，有这样的两位公主，人们满怀憧憬，因为无论哪位公主成为女王都不会再强推天主教了。1688年，詹姆士二世喜得贵子，毋庸置疑，在刻意栽培下，小王子很难成为新教教徒，小王子的诞生让世人的理想变成幻想。

如果希望幻灭，没什么可以再失去，一个人就很容易看轻生命。一个社会，如果大多数人都失去了希望，一场大的社会动荡就会成为可能。光荣革命之前，英国王室和议会本来就互不相容，双方都有资源动员能力，查理一世人头落地后不足百年，一场社会大危机又在酝酿中。

詹姆士二世强推天主教已经遭到全英国反对，他却还与法王路易十四眉来眼去。法国是英国最强大的霸主竞争者，还是英国所有工商业者的敌人，这种行为严重危害了英国资产阶级新贵的利益。

1688年，詹姆士二世发布《赦免宣言》（也称《宽容宣言》等），挑动国教教徒与清教徒之间的斗争，并下令在教堂宣读《赦免宣言》。詹姆士二世不厚道的行为遭到了全英国的抵制，绝大多数教士拒绝服从，5月18日，有7位主教（后来被英国历史称为“七圣人”）拟订了一份“请愿书”，抨击国王此举非法。

詹姆士二世很愤怒，对这位相信强权的国王来说，最好的处理办法无非是动武，于是，他下令将7名主教交付法庭审讯。令詹姆士二世难以接受的是，1688年6月30日，法庭居然宣布7位主教无罪，“七圣人”被当庭释放。

然后，“七圣人”干了一件特别离谱的事。他们当晚就凑到一起，给荷兰执政奥兰治亲王威廉写了一封信。内容大家应该能猜出来，无外乎批评詹姆士二世倒行逆施，搞得天怒人怨，上帝很愤怒。上帝愤怒不愤怒，威廉亲王大概不会知道，威廉亲王只记住了“七圣人”的结论：请求荷兰执政来兼职英国国王，救大英帝国万民于水火……

邀请宿敌国执政来当自己的国王，他们大概不是有叛国嫌疑，就是

真的叛国！英国人好像并不这么想，事前事后对此都没有多少抨击之词，反倒认为“七圣人”这封信是上帝显灵的结果。

这位荷兰执政官威廉，史称奥兰治亲王，是詹姆士二世的女婿，威廉的妻子玛丽是詹姆士二世的长女。也就是说，奥兰治亲王的妻子是英国王位的合法继承人，在没有小王子的情况下，玛丽应该顺理成章地成为英国女王。奥兰治亲王不可能对小王子的诞生毫不介意，更关键的是，荷兰此时正与法国开战，急需把英国拉入阵营。

岳丈大人显然不支持女婿，“七圣人”这封信真是天赐良机。于是，奥兰治亲王接到信后即刻秣马厉兵。

于威廉而言，这是一次意外的收获；于英国而言，这却是一次不折不扣的冒险，詹姆士二世手中有常备军！双方一旦没法“光荣”而是诉诸武力，胜败不可知。从文献来看，詹姆士二世根本没把荷兰的威廉、自己的女婿当回事，人们对当时的情况做了这样的描述：尽管詹姆士二世的宗教和政治上的政策不得人心，但他是不怎么担心武装反抗的。

1689年10月上旬，英国大小城镇突然出现了很多传单，内容大致与“七圣人”的信笺差不多：指责国王强推天主教，破坏议会制度……

同月，部分议员召集特别议会，公开邀请威廉和玛丽夫妇回英国共掌国政。特别议会同时起草了《权利宣言》（后来成为《权利法案》的基础），总结了詹姆士二世的恶行，谴责詹姆士二世破坏“古老的”和“毋庸置疑的”人民权利。《权利宣言》重申：国王不经议会同意不得征税，不得招募军队……

随后10月20日，威廉率领区区1.5万人冲入了英吉利海峡，还因为天气原因在港口停泊了10天。外敌就在眼前，然而谁也没有想到，詹姆士二世根本调动不了手下的常备军，威廉的军队没有遇到任何有效抵抗，行军变成了度假。

后世对英军不做抵抗的分析有很多，大部分文献认为将领和士兵大多是新教徒，根本不愿意为詹姆士二世卖命。

在我看来不是这样的，士兵中有新教徒，将领却不一定是新教徒，一个将领是新教徒，不一定所有将领都是新教徒，军中一定有詹姆士二世的亲信。

既然如此，国王怎么会无法指挥军队？

将领是国王的亲信，如果国王欠亲信的钱长期不还，亲信就会很愤怒，愤怒之余可能就会很不听话。自1672年实施停兑令以来，斯图亚特王朝就没兑付过王室债务本息，而债主主要就是贵族和亲信。詹姆士二世比查理二世更为恶劣：查理二世确实是因为没钱才不还，但詹姆士二世有钱也不还……

长期的海洋贸易让英国人对契约与妥协有着近乎信仰般的执着，国王与臣民之间本身就存在一种契约，或者说一种交易：臣民纳税，国王为臣民提供保护和公共秩序。如果契约可信，市场就有可能优化社会总福利，一个几十年一贯欠钱不还的王室，还有什么值得信任？再说，国王不还钱，将领和士兵还有饭吃吗？

国王不差饿兵，国王不还钱还指望士兵去打仗？光荣革命中英国国王无法调动军队最直接的理由便应是如此。

绝望的詹姆士二世于12月仓皇逃离伦敦，一路狂奔逃到了法国，大名鼎鼎的光荣革命就此结束。

金融第一定理：本金比利息更重要

滚滚红尘，人性永远抹不去恐惧与贪婪，金融市场中有涨有跌，阴阳之间便是人世万象。无论多么善于掩饰的人，在金融市场本性面前也会无所遁形，这里交易的不是钱，是人性——避无可避的人性。

从1640年英国资产阶级革命到1688年光荣革命，三生三世的债务，最后由查理一世的脑袋和詹姆士二世的王位偿还。

为什么会这样，斯图亚特王朝历代先王不知道欠钱要还吗？透过历史，除了渐欲迷人眼的乱花，还有纷纷扰扰的面纱之下的金融天道。

都铎王朝（1485—1603年）的伊丽莎白女王勇战不可一世的西班牙帝国，如此重大的战争不是没有成本的，与“无敌舰队”一起灰飞烟灭的还有英国王室的收支，英西战争结束的时候王室已经卖掉了一半以上的土地。詹姆士一世从都铎王朝手中接过国王权杖，不但继承了整个帝国，还继承了都铎王朝留下来的债务，此时英王早已不再拥有童话里的城堡，而是彻头彻尾的穷光蛋，据诺斯估算，王室收入最多只能覆盖一半支出。

查理一世比詹姆士一世还要惨，在位期间同时面对法国和西班牙两个强敌，第一次欧洲大混战——三十年战争（1618—1648年）就发生在查理一世在位期间，直到他人头落地才算打完……没有钱，又要花钱，大概也只能去借钱了——对国王来说，当期违约收益要远高于成本。遗憾的事情终于发生了，斯图亚特王朝与财富集团原本就没有制度化、系统化的联系，一系列违约事件之后，它被视为骗子，诺斯这样描述斯图亚特王朝：“……通过威胁来获得贷款的，因此，这些贷款后来就被称为‘强行借款’。”

王权只想跟财富集团谈钱，王权具备强制力，财富集团只能选择妥协——如果不妥协，现有社会体系就会破产。经历了1640年资产阶级革命，大英帝国财富集团终于看清了现实，谁也不愿意遭受更大损失，斯图亚特王朝虽然成了老赖，但帝祚仍旧得以绵延——斯图亚特王朝复辟的根本原因是财富集团要求债权得以绵延！

尽管斯图亚特王朝复辟，英国金融市场制度性缺陷依然存在，下一次危机来临时，王室也必然会做出同样的选择。于是，我们看到，复辟后，金融市场暴发“停兑令”。停兑令对英国金融市场造成了重创，查理二世依然我行我素。非但如此，即使王室收支好转，詹姆士二世仍然不还钱。詹姆士二世即位之后，王室收支已经足以还本付息了，但王室的选择仍旧是拖延。

我们要解释的问题跟诺斯一样：为什么王室一而再、再而三地违背承诺？经历了资产阶级革命、国王断头，复辟后的斯图亚特王朝为什么还是乐此不疲？卿本国王，奈何做贼？

对此，我们的解释很简单，那就是我们提出的金融第一定理：本金在现期一定大于利息。

经济学中，边际收益等于边际成本的时候实现利润最大化。如果缺乏必要的现期规制，那么金融业的特殊之处在于永远不存在这样的均衡状态，特定条件下，金融机构拿到的本金就是收益。如此，在本金面前，“利率”“汇率”之类的资金价格在金融业中将不复存在。

金融机构（英国王室）在资金市场上的融资能力来自信用。要想依靠信用获得资金（借款），正确的路径是将资金使用权转移给更有效率的生产者，即所谓“提高资源配置效率”。除此之外，还有更“高明”的方法：把钱全部当作本金使用，比如，我们在这里看到的斯图亚特王朝就是这样做的。

从古至今，从庙堂之高到江湖之远，很多人借钱不还。关于这一点，我们每个普通人都对此深有感触，斯图亚特王朝历代先王不过是其中的一些当事人。往往人越有钱，欠的钱就越多，就越没有限度地摒弃规则，因为收益高。

金融眼中的历史便是如此，让我们一起潜入时间的暗河，回溯而上，去寻找那失落已久的金融真谛。

第2章 王为钱狂

昔日银行

为了继续讲述后面的故事，我们先来回顾一下银行业的历史。

一般来说，人们认为欧洲近代银行业起源于12世纪的地中海沿岸国家的城市，诸如佛罗伦萨、锡耶纳、卢卡、威尼斯。当时，地中海沿岸是最繁华的贸易区。有贸易，必有货币交易，不同国家进行货币交易必然需要兑换，于是，一批货币兑换商由此而生，这些商人被认为是今天银行业的始祖。

正是由于这个原因，“银行”一词在意大利语中被叫作“banca”，原意是“凳子”的意思。传说早期地中海沿岸贸易繁华区有很多货币兑换商，他们的门口都有一张凳子，货币兑换商坐在门口，为来自各国的商人兑换货币。后来，货币兑换商开始为商人保管资金，也为缺乏资金的商人提供融资，这便是最原始的存贷款业务。

在第1章中，我们提出了金融第一定理，也可以这样理解：特定条件下金融业不遵循经济学边际定律，因为金融业的交易标的本身就代表收益。

这个道理不仅适用于英国王室，还适用于欧洲其他各国的王室。

一个国家中，谁最有钱呢？

在封建时代的欧洲，毫无疑问，一定是国王最有钱，就连童话中美丽的灰姑娘也只会嫁给王子，白雪公主也不会嫁给小矮人，难道不是吗？王子有城堡，灰姑娘不用为午夜魔法消失而担心；白雪公主嫁给王子，小矮人也只能继续在森林里做小矮人。

我们不讨论童话故事，只关注经济学范畴：王室就一定有钱吗？有钱就一定会还钱吗？

答案当然是否定的。别说是王子，在真金白银面前，即使是国王也很不厚道。所以，不要轻易借钱给别人，如果惩罚带来的成本低于本金价值，那么还是不还钱的概率大。

国王赖账不是从查理一世才开始的，欧洲王室违约几乎与银行诞生同时发生。银行业从诞生起就面临这样一个难题：如何平衡收益与风险？如果相信王室，借一大笔钱给王室，你就可以躺在丰厚的利息上睡大觉，还有可能得到封号和特许权；但一旦王室毁约，加上自古至今西欧国家都不允许起诉国王，你就有可能血本无归。

地中海沿岸的银行雏形就是这样被毁掉的。英法百年战争期间，旷日持久的战争使得王室异常拮据，英法两国王室直接拖垮了地中海沿岸的银行业。尽管当时已有金银器皿抵押、保证商人（按当时法律，不能起诉王室，但可以起诉保证商人）、城市担保等风险控制手段，货币兑换商还是大批破产。

15世纪，意大利战争爆发，地中海区域诸国均被卷入，货币兑换商生意受损自不必说，后期法国战败，法国国王弗朗索瓦一世被俘，为了支付赎金，法国王室直接拖累了地中海沿岸的银行业。

更糟糕的是，法国、英国、西班牙、荷兰都是当时的欧洲大国，法国货币曾一度通行欧洲大陆。意大利战争期间及其后，法国货币减重使得货币兑换出现了很大问题，从此地中海银行一蹶不振。

祸不单行。

发现新大陆是一个改变人类历史的大事件，对于第一代银行来说，却是一个不折不扣的噩耗。货币兑换商以货币兑换为主要业务，随着欧洲商路从地中海沿岸转向大西洋沿岸，意大利的银钱兑换业开始没有了生意。

终于，第一代银行体系在1587年遭遇重大挫折，地中海沿岸银行衰微是命运使然。

至此，我们也不必为第一代银行遗憾，从业务角度考虑，这些机构并不是现代意义上的商业银行，不存在货币创造功能。地中海沿岸地区的货币兑换商在百分之百储备体系下发行汇票，透支是被绝对禁止的。这样一来，虽然货币兑换商可以赚到一部分利率差价，但绝无可能如商

业银行一样经营信贷和汇兑，在王室急需资金的时候不可能拿出巨额资本，更不要说在后来的工业革命时期为工商业提供资本了。

1609年，欧洲商路已经转移到大西洋沿岸，此时的荷兰成立了阿姆斯特丹银行。虽然阿姆斯特丹银行还保留着第一代银行的某些特征，但已经具备现代商业银行的特质。同年，荷兰颁布了统一货币的命令，阿姆斯特丹银行的利润便来源于此。金银硬币都会磨损，被称为“削边硬币”，削边硬币一般会减重5%~10%。阿姆斯特丹银行用银行券收购了一批削边硬币，实际上是以这些减重的硬币作为储备发行银行券。当削边硬币减重较少的时候，就卖出硬币回购银行券，反之则反是，其中大约获得5%的收益。

在某种程度上，阿姆斯特丹银行券已经成为荷兰本国信誉最高的货币，所以阿姆斯特丹银行被金德尔伯格在《西欧金融史》中归结为另一类银行——公有银行。

三次英荷战争中，拥有强大的海军的英国，之所以长时间没有取得决定性胜利，很大程度上就是因为融资体系远逊于荷兰。英国人对荷兰人的融资体系既羡慕又憎恨，虽然口头上不屑一顾地将之称为“一个由海军保护的账房”。

银行业是近代不可或缺的金融工具，不仅仅在战时为王室融资，更重要的是能在社会经济生活中树立货币信誉。两次停兑令对英国乡村银行造成了沉重的打击，“那些可以接近朝廷宠臣的金融家设法逃脱了劫难”，但把更多的第一代金融家——金银匠抛入了破产的旋涡。

金银匠不甘灭亡，干脆停止兑换，金融市场秩序一片混乱，甚至在光荣革命之后，王室贷款利率仍然飙升到25%~30%，整个英国都在羡慕荷兰银行业的做法。

治乱之剑，诞生吧！

国王的金融天赋

有了前面的铺垫，现在让我们把目光拉回17世纪的西欧。

1688年，威廉三世幸运地入主英格兰，然而他确实不是一名幸运儿，出生前8天父亲去世，顶着贵族的光环却欠缺实力。不只是他，他所在的奥兰治家族几乎被荷兰贵族排除在外。

自助者，天助之！

动荡的荷兰为奥兰治家族打开了上升通道。1672年，英法联军几乎使荷兰灭亡，奥兰治家族领导荷兰人击溃了强敌，威廉三世走上了政治舞台。令人大跌眼镜的是，这位新任荷兰陆海军统帅最先显示出来的并非军事才能，而是超人的金融天赋。

1672年，法国、英国、神圣罗马帝国联军攻入荷兰，荷兰7个联省中5个已经沦陷。在最危急的时刻，挤兑爆发了——每一个人都想在战争到来之前保住财富。这就是所谓金融市场中的恐惧，恐惧一旦蔓延，无须外敌，阿姆斯特丹就已经漆黑一片。当年6月的阿姆斯特丹，几乎所有人都跑到阿姆斯特丹银行门口要求兑付票据，疯狂抛售荷属东印度公司股票。

处理金融危机，如果放到查理二世或者詹姆士二世身上就简单了，这两位信奉君权神授的君主一定会下令强行停兑。以这二位国王的做派，没有风险的时候尚且无缘无故停兑，何况战时？

威廉三世此时只有22岁，他拿出了截然不同的方案。治疗恐惧无须停兑，甚至不需要拿出真金白银，只要让人们看到希望，恐惧便不治自愈。

面对汹涌的挤兑人群，6月的某天，威廉三世身着便装来到阿姆斯特丹银行，他的身份自然成为挤兑人群的焦点。人们随着他来到金库门口，他沉着地命令士兵打开金库大门，为挤兑者兑付黄金。

大部分人没有见过辉煌壮观的地下金库，其中的景观更是令人叹为

观止——摆放的金银居然贴着几十年前的封条！国家富饶至此，几十年前的黄金尚未动用！关于这批金银储备是不是真的在地窖里封藏了几十年，我们并未查到确切资料，只知道有文献提到当时的封条贴了几十年，威廉对仍旧要求兑现的挤兑者进行如数兑付，在演讲中向民众许下承诺：所有阿姆斯特丹银行发行的银行券都将有效！

威廉三世这个故事姑且可以当作稗官野史来读，但我们不难发现威廉三世的小聪明：几十年前的封条尚未启封，当时的封存技术能让封条保持几十年不变吗？如果不能，那么这是不是一个小把戏？我们可以确定的事实是，这个小把戏曾经无数次在世界历史舞台上上演，屡试不爽，威廉这一次的把戏只是其中之一而已。

果然，小把戏平息了挤兑，强大的信誉能给予人们良好的预期，也许下一刻战局还有可能失去控制，但此时此刻平息挤兑对国家来说一定是最优选择！

平息一场挤兑或骚乱，需要的不仅仅是真金白银，还有强大的智慧。威廉三世能从容面对这场风波或者骚乱，靠的不仅仅是他的把戏，还有钢铁般坚定的决心：我的国家确实很危险，但我绝不会眼睁睁地看着她失败，因为我会战死在联省的最后一条壕沟里！

寂寥的夜空中，人性或许会闪烁神性的光芒，星光却永远无法遮掩绵延无边的黑夜。人性不可抹去贪婪与恐惧，金融市场用盈亏来惩罚或者奖赏，在无人可以超越的天道中，唯一可以让市场冷静下来的只有最强大的信誉！建立最强大的信誉，以最强大的信誉影响金融市场，不仅要做好形势预判，更要看透万人之心，这或许是世界上最难的事情。

1688年，威廉三世入主英国，荷兰和英国自然而然地联合在一起，这是当时欧洲最强大的两个国家，眼看威廉就要统一多佛海峡两岸了。最不想见到这种情况的当然是法王路易十四，路易十四就算觉悟不如宋太祖赵匡胤，也断然不至于让威廉三世在西欧平稳酣睡——本来隔着海峡还好一些，现在荷兰可就在眼皮底下！

威廉三世夫妇刚刚入主英国，路易十四就动起了歪脑筋，联合西班牙等另一批欧洲势力图谋进攻英国本土。

光荣革命尚未光荣完成，英国立即面临新的挑战，要想完胜法国，威廉三世最需要的就是钱，但是此时的威廉三世最缺的恰恰是钱……

当年查理二世君臣在伦敦沿门托钵，试图借到10万英镑。现在英国人请来了威廉三世，这就意味着不想借钱给王室。

面对强敌，威廉三世没有办法，只能继续借钱。结果很明显——根本借不到钱。1689年，法国纠集军队，气势汹汹，已经欺负到英国家门口了，但威廉三世筹款的结果是：与法国战争时向商民借款，竟无应者。

有条件要借，没有条件创造条件也要借！

这事对于斯图亚特王朝的列祖列宗来说或许会有些棘手，却难不倒威廉三世这位金融天才。1691年，威廉三世向市场承诺，从现在开始，王室新债务不再一次性还本付息，所有债务由国库按年摊还。由此，英国人在建立现代银行方面做了第一次尝试，主角是一个叫威廉·派特森的人，威廉·派特森大声喊道："建立一家银行吧，这样王室就有钱了！"

威廉·派特森宣布出资120万英镑借给英国王室，作为对价，王室要支付6.5万英镑利息，而且要允许他成立英伦银行，并授予英伦银行货币发行权。

国王可以从英伦银行借钱，一旦开此先例，英伦银行就具备货币发行权，那岂不是国王想借多少钱都可以？

议会掌握税收审批权，如果国王得到了财权，那么议会将如何自处？

是否允许国王向银行借钱，是下议院讨论的焦点。英国议院的两个党派是托利党和辉格党[1]，托利党人多少对斯图亚特王朝还存有幻想，根本不希望威廉三世获得稳定的财源；辉格党人也担心，如果国王可以从银行借钱，那么最终将使得国王凌驾于议会之上。

为了限制英伦银行的借款能力，更是为了限制威廉三世的财源，下议院表示不可能授予银行货币发行权，威廉·派特森成立英伦银行的努力就此失败。遗憾的是，威廉·派特森心灰意冷，放弃了努力，回家乡苏格兰去了。

英伦银行未能成立，对法战争仍在继续。

1694年年初，托利党被威廉三世踢出了内阁，以辉格党人为主的内

阁成立了。辉格党占领了内阁，摆在眼前的问题是：不让詹姆士二世复辟，就必须弄到钱来打仗。

为了弄到钱，威廉三世和辉格党人想尽一切办法：加税、借款、彩票……然而，所有办法都失败了，在尝试了所有敛财办法之后，他们仍然没有借到足够的钱。此时此刻，路易十四的法国军队正在耀武扬威，准备谋划进攻英国本土……

最危急的时刻，一位贵族组织人马拟定了一份筹资方案：成立一家银行，向王室提供200万英镑借款，年化利率7%，该银行获得货币发行权。但是，当时的英国财政部向商民借款利率高达40%，时任财政大臣查尔斯认为7%的利率纯属无稽之谈，对该方案根本不予理会。

所幸，这份提议得到了另一位贵族——辉格党人迈克尔·戈弗雷（后来英格兰银行的第一任副总裁）的重视，迈克尔找到了当时的财政大臣查尔斯，原本查尔斯就是威廉·派特森的好朋友，对通过建立银行来缓解财政危机的方案兴趣盎然。

两人一拍即合，迈克尔稍微修改了一下该方案，把英伦银行的名字改成了英格兰银行，就提交给了下议院，一场大辩论开始了。

1694年，托利党人已经丧失了多数内阁席位，辉格党人在内阁中占据了23个席位，托利党人仅占2席。英格兰银行能够顺利诞生肯定跟内阁的这种情况息息相关，如果托利党人在内阁中占据主要席位，那么，威廉三世能否顺利获得银行贷款很值得怀疑。托利党人曾经公开反对筹建英格兰银行，《新编剑桥世界近代史》这样记载：“计划设立英格兰银行时，托利党就抗议：‘银行是共和国的制度。在威尼斯、热那亚、阿姆斯特丹和汉堡，银行很繁荣，但是，谁听说过法兰西或西班牙有银行呢？’”

与托利党相比，辉格党相对开明，辉格党人中本身就有很多银行家，包括财政大臣查尔斯在内，他们对筹建英格兰银行都持支持态度。第一任英格兰银行总裁约翰·霍布伦就是辉格党人，在议会辩论期间，他和一批辉格党人摇旗呐喊。

辉格党人对英格兰银行的筹建起到了关键作用，这一点反复被现有文献提及，然而，即使是辉格党人，也对建立英格兰银行惴惴不安。辉格党和托利党都通过议会限制王权，议会最强大的撒手锏在于通过限制

税收限制王权财源，一旦国王获得了贷款便利，怎样才能限制王权？

约翰·H.伍德在《英美中央银行史》中这样描述当时的情景：“当时人们对国家银行依然相当恐惧……人们害怕英格兰银行会成为政府用来避免立法机关控制的工具。”何况筹建英格兰银行对现有银行体系来说是一把双刃剑，能分一杯羹当然更好，如果不能跻身其列，一个强势的英格兰银行出现，现有商业银行的前景就会相当暗淡。

英格兰银行筹备人与政府官员和议员们进行了一场艰难的谈判。最终，议会在4月25日授予“英格兰银行行长和公司”货币发行特许状，但英格兰银行必须为王室提供120万英镑贷款，年化收益率8%，其中50%应于8月1日前到账，7月1日前股东必须缴清资本金；王室以“轮船吨税和啤酒、麦芽酒以及其他酒类的税收和关税”作为担保。

有意思的是，这些税收提案跟英格兰银行在一个议案中被讨论。妄自揣测，股东此举一定是为了让议案容易通过，并借机提醒议员：英格兰银行的负债并非无源之水，王室信用还有吨税以及其他税种做担保。

或许有意为之，议会讨论的时候将法案命名为《商品运输吨税法案》，因此在历史上，这份金融业奠基性文献被称为《吨税法案》，没有提及银行的概念，以至有一段时间大家将英格兰银行冠名为“吨税银行”。这种做法果然起到了作用，从下议院辩论开始，反对者都没有明确反对成立吨税银行，而是把关键点放在了议案合法程序上：成立吨税银行这样重要的议案，不能和《吨税法案》一起过会，应该另案单独讨论。

尽管有争议，下议院还是勉强通过了《吨税法案》。之后议案移交上议院，上议院的政客个个都是玩猫腻的高手，这种小把戏在他们眼里简直就是小儿科。刚刚开始讨论，上议院就是一顿猛烈的炮火，指责下议院不应将关于一家银行的议案放在关于吨税的讨论之中，这颇有瞒天过海的嫌疑。

《吨税法案》在上议院整整辩论了一天，从上午9点到下午6点，辩论主题早已离开了《吨税法案》本身。反对者坚持成立银行的议案应该单列，支持者认为上议院无权取消下议院通过的议案。

既然无法说服对方，就投票决定吧！

最终，《吨税法案》以43票赞成、31票反对的结果获得通过，数小时后英国国王威廉三世就批准了该议案，这时候就不必遮遮掩掩地叫“吨税银行”了，从此，英格兰银行诞生了。

英格兰银行诞生的法律条件齐全了，该银行向王室提供120万英镑贷款，作为对价，王室承认银行发行票据为法定货币，其他主营业务为买卖金银、商业票据贴现及货物抵押。但是，反对者并未罢手；另外，即使是银行股东在这个方面也没有十足的信心：为了制约王权借款能力，王室向英格兰银行借款必须获得议会批准，银行不得购买或储存土地。

当时普遍的看法是，土地是价值最稳定的财富，也是最适合作为货币储备的物资。反对者认为，断绝了土地储备，英格兰银行业务发展能力有限，后来的事实证明这一点确实给英格兰银行造成了很大麻烦，一度使之几近破产（后文详述）。

1694年6月21日，英格兰银行正式招股，用现在的说法叫“路演”。路演取得了很大成功，第一天就募集了1/4股份，三天后募集了一半股份，10天内募集到了全部资本120万英镑。现有资料显示，英格兰银行成立之初共有1250位股东，最大的股东是英国国王威廉三世，入股1万英镑；其次是英格兰银行总裁，入股4000英镑；副总裁入股3000英镑；其余大小不等，最小的股东只入股25英镑。

7月27日，英格兰银行正式成立，名字叫作“英格兰银行总裁公司”（这才是当时英格兰银行的名字，这里沿用习惯性称呼，仍称之为“英格兰银行”）。

---

[1] 托利党是保守党的前身，诞生于17世纪末，是光荣革命的主角之一；辉格党是自由党的前身，反对君主立宪，试图建立资产阶级共和国。

银行之初，其道大光

英格兰银行之所以有名，不仅仅是因为英镑曾经是第一代世界货币，更是因为它是世界上第一家现代意义上的中央银行。

只不过成立的时候英格兰银行并不是中央银行，而是一家地地道道的商业银行。前人曾翻译英格兰银行成立时的公告，发现它就像今日公布业务范围的营业执照。

银行承办抵押放款及不动产抵押款，取息周年五厘；如以妥实合法地契作抵，息四厘；市面平静时减为三厘，又外汇期票贴现，息四厘半；国内商业期票及借券贴现，息六厘；再雇主如先有存款，得享特别权利；外汇期票贴现，改为三厘；他种贴现，一律四厘半，借示优异，并承做不易腐坏之货物押款，息五厘；伦敦孤儿院基金券作抵，息亦五厘云。

从公告中列举的英格兰银行的业务范围看，很明显，它的主营业务并不是发行货币，而是存贷款。也就是说，事实上，这是一家商业银行，英格兰银行也是商业银行真正的祖先。从英格兰银行开始，银行体系才具备了现代商业银行最重要和最基本的功能——货币创造。

请一定要记住，在当代经济循环中，货币并不是印钞厂印出来的，而是银行体系创造出来的。印钞厂印出来的货币被称为“高能货币”，高能货币是货币创造的基础，流通中的货币是在银行体系中被创造出来的。

道理很简单，把现金存入银行，银行把这笔钱贷出去，流通中的货币就增加了；收到货币的人再把这些货币支付出去，流通中的货币又会增加；拿到货币的人又会将货币存入银行，然后银行又会贷出去……

长此以往，一轮又一轮，货币就是这样被创造出来的。

18世纪的英国，银行发行的票据可以在市场上流通并不是什么新鲜事。只要有金银储备票据，银行就可以发行票据；只要公众认可这种票据，票据就可以在市场上流通。在这一点上，它们跟英格兰银行所差的

只是一个王室信誉背书，就是这个看似缥缈的“信誉”决定了两者本质上的不同。

市场上流通的票据被称为银行券，指代银行发行的信用票据，可以替代金属货币流通。与普通银行比较，国王入股和授予特许权的银行有着天然信誉。有王室信誉加持是好事，但也未必是好事，后来的历史证明，英格兰银行如果相信或者单纯依靠王室信誉，就连圣诞节都会过错，更别说让英格兰银行屹立数百年了。它差点儿连一年都没扛下来，因为一年后王室很快就把这些特许权授予了其他银行，英格兰银行刚刚诞生就有了生死对头。

即便如此，英格兰银行依旧对王室不离不弃，除提供120万英镑借款外，还主动承兑王室债务，王室债务票据（大家可以理解为欠条）在英格兰银行可以被兑换为现金，也就是说英格兰银行主动承担了王室所有债务。英格兰银行做到这一点很不容易，事实证明，凡事都有两面性：王室业务利弊各半，在初期成为英格兰银行打败对手的撒手锏，后期又成为对手置英格兰银行于死地的撒手锏。

如果说英格兰银行的成立引发了英国议会对近代商业银行利弊的讨论，那么，成为事实之后，人们就不再讨论王室是不是应该得到贷款了，而是震撼于英格兰银行的规模和赢利能力。

由金银店铺转型的乡村银行规模很小，没有分支机构，几十万英镑以上的贷款相当罕见。英格兰银行出手就是股本100万英镑，更重要的是英格兰银行有包括国王在内的1000多位股东，而其他银行最多有3~5位股东。

股东数量限制了城市银行、乡村银行资本量，并没有限制它们的利润。原有的城市银行、乡村银行其实就是高利贷者，它们的年化利率一般在30%左右，显然，在这样的利率之下，即将爆发的工业革命很难从中获益。英格兰银行的出现彻底打破了金融市场高利贷盛行的局面，由于资本雄厚，英格兰银行可以四处设立分支机构，之前在城市银行和乡村银行中极少有分支行出现。

当时人们对英格兰银行有很多评论，较为一致的观点是：英格兰银行是为解决王室财政收支困难而生的，为筹集战争经费解了燃眉之急；尽管开局良好，但以后变成什么样，人们还根本不知道，还是要持续关

注。

当日国家募债进行甚难，苟无法筹款，必为经济所困而受法国征服，势必迎杰姆斯[1]复位，幸而国债告成，得能安渡，但在若干年间，债务未能履行信约。

除了弊端，人们同时也意识到把王室信誉引入银行的好处，王室说到底是不能破产的，为银行信誉夯实了根基。同时，之前人们不能对王室提起诉讼，但对银行就不一样了，银行无故停兑可以诉诸法院，把危机局限于一家银行之内。

无论怎样评价，英格兰银行既然成立了，就注定会崭露头角。

时值大同盟战争，也是英法争霸最关键的时期，英格兰银行成为英国制胜的重要契机，从这一点来说，英格兰银行对英国史乃至世界史的影响都是无与伦比的。如同围棋中的先手，一旦取得先机便会具备掌控全局的能力，竞争者很难后来居上，英国从英格兰银行身上拿到的是资金先手。

此时此刻，近代大国兴起的大幕已经拉开，英法同样身处风暴眼，一个是大陆强国，一个是海洋强国，它们都试图统治世界。

威廉三世同时担任英国国王和荷兰执政，英荷实际成为一体，在欧洲大陆，唯有法国能与之抗衡。法国国王路易十四始终想独霸欧洲，吞并荷兰，压制乃至消灭英国。为国、为家、为信仰，英法决战都在所难免，威廉三世宣布：自己是上帝指派去抵抗路易十四的奥兰治，从而要捍卫欧洲自由的奥兰治。

在大同盟战争中，英军仅在海军战斗中取得过一些胜利，陆战则一塌糊涂。英格兰银行给威廉三世送来了120万英镑贷款，战局从此有了极大转变，英军走向了胜利，把英国人带入了日不落的世界。

1695年年初，法军在荷兰边境桑布尔河畔集结，大约有12万人整装待发，试图对荷兰发起新的攻击；威廉三世则率军驻扎在根特市附近，反法同盟其他军队也在布鲁塞尔一带集结，一场“旷世大战”在所难免。

不要对我们把“旷世大战”加上引号表示奇怪，在中古及远古时代，

欧洲战争只有贵族才能参战，农奴只能牵马坠镫当仆人。正是这个原因，欧洲很少出现几万人规模的战争。英法争霸历来被视为欧洲史最重要的部分，英法战争断断续续打了100多年，超过万人规模的战役就那么几次，所谓“名将云集”的这段历史，从东方战争的眼光来看，实在是不值一提。

这里要说的是一位特殊人物，英格兰银行不仅为战争提供了军费，还提供了一位不怎么英勇的“名将”，而他——英格兰银行副总裁迈克尔·戈弗雷——却是英国制胜的关键。

有一个关于他的小故事广为流传。不知出于何种原因，迈克尔·戈弗雷来到了布鲁塞尔前线，威廉三世对此火冒三丈：仗打输了还可以从头再来，这位财神爷如果战死，谁来筹措军费？

在得到马上撤离的命令后，这位英格兰银行副总裁拿出了中世纪贵族精神：战场上国王是最英勇的骑士，国王不撤退其他骑士不能撤退！

威廉三世吼道：“这是我的职责所在，我可以将生命交由上帝保管，但你……”一发炮弹打断了国王的怒吼，威廉三世再看到戈弗雷的时候，他已经吓得匍匐在地上不敢再动了。戈弗雷的行为在英伦诸岛被传为笑柄，这并不妨碍戈弗雷成为战争中的英雄。正是这位银行副总裁为英军带来了源源不断的金钱，为打赢这场战争奠定了最坚实的基础。

布鲁塞尔战役后，法军逐渐无法保持陆战优势，海战又绝非英格兰对手。此后，法军节节败退，再也没有压倒性优势。1697年，大同盟战争结束，英法签订《里斯维克和约》，法国得到了一些西班牙的领土，承认威廉三世为英国国王。

大同盟战争在欧洲史上曾被誉为“关键事件”，从此，英国开始深度介入欧洲大陆事务，脱离了“蓝色海洋政策”的影响，真正成为世界性大国。所谓“蓝色海洋政策”是17世纪欧洲外交政策中的一种术语，英国主要争夺海洋利益和商路，对欧洲大陆争霸漠不关心。此后，日不落帝国的强大实力更是给了英国人信心，在他们的文化中有一股源自新教教义的傲气——新教徒只关心自己是否能以事业的成功来奉献上帝，英国人只关心自己能否称霸世界。

或许真是上帝的垂怜，英国秉承“蓝色海洋政策”的时候，它在竞技场上的对手是西班牙、葡萄牙、荷兰，这些都是海洋大国，都有可能通

过海洋雄霸全球。原本英国搞定一个对手要费很大周折，偏偏这些国家自身在金融体系中有着无法弥补的缺陷，最终自毁长城，一一被英国击溃。

大同盟战争之前，英国政要始终认为本国优势和利益在海洋和商业贸易之上，欧洲大陆事务无关紧要。奉行孤立主义的英格兰，极有可能让路易十四在欧洲大陆独霸，如果英国未能在欧洲大陆对法国形成压制，法国独霸欧洲大陆，那么法国必然会择机向英国争夺海洋霸权。

威廉三世让英国的步伐走向了欧洲大陆，光荣革命不仅仅给英国带来了君主立宪，还让英国收获了战场上未得到的利益——欧陆霸权。此后，英法两国在200年内在全球展开了一场惨烈的霸权争夺战。

丹尼尔指出，1689—1815年，英国对外政策从单纯注意海洋对抗发展到海陆并重，法国从此成为英国头号敌人，检验传统“蓝色海洋政策”是否可靠的标准在于能否应对一个欧陆强国的挑战，而不是海上强国的威胁。

威廉三世原为荷兰执政，入主英国，荷兰毫无争议地成为英国争霸欧陆的桥头堡，由此英国得以休养生息，荷兰成为刀光剑影的战场。由此，英国便具备了挑战欧洲大陆强国法国的终极实力和战略根据地。出于同样的原因，荷兰彻底失去了和英法争霸的机会。英国最终成为第一代世界霸主，这恐怕不一定是威廉三世的初衷。可是，这不是时光故事中的玩笑，而是真实的历史。

真实的历史如同人生，机会转瞬即逝，一旦失去，就再也无法弥补，只能令后人扼腕叹息。

---

[1] 指詹姆士二世。——编者注

金融没有童年

17世纪和18世纪，英国金融业共经历了9次金融恐慌，分别发生于1696年、1701年、1720年、1745年、1753年、1763年、1772—1773年、1783年和1793年。在这段时间，英格兰银行恰恰刚诞生不久，所以，英格兰银行的童年很不幸福，每一次恐慌都是英格兰银行的生死劫，在一次次劫难中，英格兰银行从弱小到强大，从不自信到自信，终于成为日不落帝国的金融灵魂，把英国带入了摩登时代。

我不想像流水账一样复述9次金融恐慌的数据和现象，而是更希望从新制度经济学的制度供需角度探讨经济问题，这姑且算是一种尝试吧。

拨开迷雾，金融恐慌（或者说金融危机）背后有着相同的经济学本源——信用崩溃。国家金融治理需要强大的社会信用基石，也就是国家信用，古今历次金融危机救亡中最后的磐石都是国家信用。

让我们把这段话作为以下内容的总论，接下来，让我们来看一看英格兰银行的成长。

9次金融恐慌的序曲是土地银行率先对英格兰银行动手，我就从这里开始说起。

我们已经知道英格兰银行在刚成立的时候是一家商业银行，主营业务跟其他银行没有什么区别，只是在组织形式上很特殊，属于股份制银行。当时，股份制还是一个稀罕物种，其他所谓“银行”按文献说法是“合股银行”，股东有数量限制，官方不允许其开设分支行机构。

存款、贷款、发行货币、票据、转让……英格兰银行业务几乎无所不包，银行有的它有，银行没有的（发行货币）它也有。商业银行从一出生就具备超强的吸金能力，毕竟它们玩的就是钱，从古至今，从中到外。即使在今天的美国，2019年美国500强企业中仅银行业就占了14.63%。

有资料表明，因为王室贷款和自营业务，英格兰银行获利丰厚，成

立第一年“就获利很大，股东分得了13.5%的红利”。

木秀于林，风必摧之。通俗点儿说，无论哪个国家、哪个行业、哪个地区，若赚钱、赚大钱，必有人眼红。有志者将模仿之，阴损者就背地里捅刀子。

一个无可匹敌的庞然大物突然矗立在市场之中，引发的恐慌不言而喻。所有银行家都在问，如果英格兰银行把自己作为对手，那么他们当何以处之。大概除了乖乖缴枪投降，他们没有任何反抗的余地。

英格兰银行有1000多位股东。1000多人听起来很多，但是，想赚钱的人更多。怎样赚钱？成为英格兰银行股东就可以，王室贵胄、内阁大臣、伦敦富商……无一不想进入这家新兴银行的董事会。

如果股份不够分怎么办？是不是可以再成立一家？有钱大家一起赚嘛！

对英格兰银行来说，合股银行并不可怕，明刀明枪动手，就算合股银行联合起来也未必是对手。可怕的是潜在的投资者，追逐利益是人类天性，在创造利益方面，商业手段和行政手段并无区别，商业手段无法实现，就用其他办法。经济学的基础性假设是“理性人”，在盈利“理性”之下，大道三千，无论怎样，赚到钱就行，多赚点儿钱总是好的，这是挺现实的一个目标，目标在那里，手段还重要吗？起码在“理性”的西方经济学眼中，它不重要。

何况，此时的英格兰银行是有致命缺点的，那就是王室特许权，因为有了王室特许权它才有利润，失去了王室特许权，它也就失去了超额利润。

后文我会提到一位金融先贤约翰·罗，他在设计银行体系的时候不希望以贵金属作为储备，股东再强大，贵金属也是有限的，不可能无限提供。如果换了另一种储备——土地——就不一定了，约翰·罗最有才华的设想是以土地作为银行储备发行银行券。与金银相比，土地供给近乎无限。

英格兰银行以金银为储备尚且如此赚钱，人们不由得想起了大名鼎鼎的约翰·罗——如果将储备扩大为土地，那么又会赚多少钱呢？

这么想很正常，用现代经济学来解释，王室特许权是一种依靠设租而得的收益，设租者不仅仅是王室成员，还是经济学上的理性人，一定会将权力收益最大化。随着英格兰银行势力的壮大，“理性的王室”很快就想到了这个方法，并付诸实践。

跳到台前表演的“理性人”是休·张伯伦和约翰·布里斯科，英格兰银行成立后仅仅1年，即1695年，张伯伦和布里斯科就扯起了打倒英格兰银行的大旗，向下议院递交了筹建土地银行的提案。

关于这家土地银行，他们的设想远比英格兰银行宏大，英格兰银行不过为王室提供了120万英镑贷款，土地银行则出手不凡，开口就向王室贷款256万英镑。与英格兰银行贷款以吨税担保类似，土地银行要求王室贷款以盐税担保。众所周知，盐税远比吨税重要，可见土地银行的重要性。

刚刚成立的英格兰银行立刻面临危机：一旦土地银行成立，从原始制度设计来看，英格兰银行极有可能无法与之竞争。

有了英格兰银行如此生动的案例，土地银行又有比英格兰银行更为强大的储备优势，王室一定可以获得更多贷款，投资者一定可以获得更多利润……

土地银行尚未成立，人们的眼睛就已经红了。无论是托利党还是辉格党，都不再关心一旦成立银行会给王权带来什么影响，不再关心王权会不会从此独大，不再关心议会摆在何种位置，他们唯一感兴趣的就是能不能在银行股份中分一杯羹。

关于成立英格兰银行，议会辩论了很长时间；关于成立土地银行，议会根本没有辩论就予以批准——议员怎么可能挡自己的财路呢？

关于土地银行的成立原因有很多说法，很多中国学者较为赞成杨德森提出的观点，即合股银行希望联合起来，为了自身长远发展，必须在英格兰银行羽翼未丰之时将之击垮。

我却不这么认为，如果英格兰银行已经危及合股银行的生存，那么，即将出现的土地银行则是一个更强大的存在，合股银行更加难以对抗。

休·张伯伦的著作中有这样一段话，明明白白地说明了土地银行成立的初衷："使土地所有者普遍得到福利，使土地价值大大提高，免除贵族和绅士等的赋税，增加他们的年收入等。按照他们的说法，受到损失的，只会是民族最可恶的敌人——高利贷者，这种人给贵族和自耕农造成的危害比法国侵略军所能造成的危害大得多。"

土地银行原本可以是英格兰银行的终结者，可惜……

休·张伯伦并非银行家，甚至不是商人，他是一名医生，我猜他并不懂得英格兰银行成功的真谛。在向议会提交的议案中，张伯伦做出如此表述：土地银行将以地产作为储备，等额发行银行券，银行券获得王室承认。

错就错在"等额"二字，等额发行货币，土地银行便并不具备货币创造能力。土地再值钱、再多，怎么能与货币创造相比较？失去了现代商业银行体系最基本的功能，也就失去了最赚钱的法宝。

现在已经无法考证土地银行究竟因为什么没有申请信用创造功能了，或许创始人张伯伦受传统银行的影响太深，以为百分之百的储备才更有信誉；又或许张伯伦认为土地储备远比黄金储备丰厚，根本用不着信用创造……

无论怎样的原因，没有信用创造，休·张伯伦的土地银行都等于丧失了现代银行的灵魂，失去了最大化利润的能力。

市场无所不能，无所不知，有效市场理论认为金融市场价格可以反映一切信息。往大了说，汇市可以检验一国经济，往小了说，汇市可以在股市里检验一家上市公司，当然也可以检验货币创造这项特许权的公允价值。

没有货币创造能力的银行是赚不到多少钱的。休·张伯伦或许不知道，但市场一定知道。

还没有开张，张伯伦等土地银行创始人就吃够了苦头。他们的计划是，从1696年8月1日开始招股，由王室牵头入股5000英镑，其余向社会募集。

原本张伯伦以为土地银行招股现场一定"人山人海，锣鼓喧天，鞭炮

齐鸣”，结果谁也没有想到，拉起大旗的土地银行根本无法募集到足够的资金，除了王室的5000英镑，只募到了2100英镑，筹建流产只是迟早的事情。就在此时，一个传闻在市场上不胫而走：土地银行创始人张伯伦挪用股东资金……

无论传闻真假，最终的结果都是土地银行尚未成立就胎死腹中。

张伯伦的土地银行创业半途夭折，没有对英格兰银行形成实质性竞争，然而，整个事件还是对英格兰银行的声誉产生了重大的影响。人们在想，既然王室可以把特许权授予土地银行，那么一定可以授予其他人，英格兰银行并非王室的独生子。更糟糕的是，土地银行怎么说也是同业，金融行业向来都是一荣俱荣、一损俱损，既然土地银行可以灭亡于无声无息之中，那么英格兰银行是不是也会如此？

英格兰银行，别骄傲。在成长为巨人之前，还会遇到更重大的危险，土地银行也就是个序曲罢了。

第3章 谋杀英格兰银行

善花与恶果

1696年英国土地银行破产是欧洲近代第一次金融恐慌，引发了英国银行业停兑，史称“1696年停兑”。在这场始料未及的恐慌中，各方都很无辜，没有人想故意制造危机，始作俑者威廉三世的初衷其实是整顿金融市场。

所以，关于1696年这场危机的探讨颇具哲学色彩：在金融圈，善花如何结出一个恶果？

土地银行倒闭之后，威廉三世突然发现市场上流通的金银币有太多的残次品。各家银行有各家银行的铸币方式，虽然确实有足值货币，但磨损的残币还占多数，即使皇家造币厂投入一些足值货币，它们也会立刻被人收藏起来。

从现代金融理论角度来看，货币残损理应收回重铸，无论作为国家统治者还是金融市场主管人，王室都有责任整理货币。否则，足值新币就会被人收走，拿去重新铸造，人们甚至会故意从足值货币上剪掉一些，拿着这些残渣重新铸币。

千万不要小看这点儿残渣，残渣就是钱。无论中西，动这个脑筋的大有人在。早在汉代五铢钱时期，我们就有“侵边五铢”（也称剪边五铢）这种古钱。所谓“侵边”就是人们把铜钱边缘剪掉，拿着残渣去铸造新钱。大约1500年后，即将崛起的大英帝国不甘落后，也出现了硬币剪边的现象。

有资料提供了一组数据：当时财政大臣朗兹提供的数字表明，自伊丽莎白时期以来，有1500万英镑白银被熔铸成银币，但是只有600万英镑正在流通，其中400万英镑已经严重缺损。而进入财政部的税收收入

中，不足值的铸币占了50%，使得银块的价格高于银币所代表的价格，一盎司银子的价值为6先令3便士，而不是面值所代表的5先令2便士。“大剪刀”们打磨铸币的行为似乎在大同盟战争开始的时候更加猖獗了。1688年，手工铸币的含银量还是88%，但是到1695年就已经缩减到了50%。手工铸币被废止使用的传言也早在1695年之前就已经在街头巷尾流传。

对于这些残次货币，我们必须从历史的角度审视，不能以现代眼光看待它们。

在全球范围内，各国货币铸造都经历了“分散-集中”这样一个过程，货币刚刚出现的时候，自由铸币，货币重量、信誉靠市场调节；后来，随着世俗权力的发展，王室统一了铸币权；再后来，经济总量增加，货币超越了贵金属本位承载能力，由国家发行货币，直到今天，不同的只是虚值和实值。

在货币铸造主要依靠私商的年代，是不能用国家或者王室统一铸币的逻辑来解决现实问题的。

在英格兰银行出现之前，英国一直都是一个自由铸币的国家，只要有信誉，谁都可以铸造货币。千百年来，人们始终自由铸币，残损货币当然是市场上的常见品种。因为常见，所以人们早就见怪不怪，残损货币成为人们所接受的货币。公众接受残损货币，银行也接受残损货币，总体看来，货币流通并未出现问题，有人这样评论那段历史：有别于欧洲其他地方的是，英格兰在进入新的历史时期时铸币是稳定的，具有良好的声誉。

原本平稳的市场，如果有人突发奇想想干点儿什么，哪怕是国王，哪怕是出于善意，都可能引发动荡。市场制度是千百年来经济自动循环形成的，如果有效率更高的运转方式，它早就会被先人想出来——在钱面前，先人不比今人笨。

威廉三世怎么不想一想，货币可以整理一次，但流通多年之后一定还会有残损，难道再整理一次吗？

如果非要整理残损货币，那么也不是不可以，比如让市场上的残币在同一时间消失，又在同一时间供给足量足值货币，问题必定迎刃而解。遗憾的是，同时收放货币难度实在太大了，根本不存在可能性，货

币回收必须一点儿一点儿进行，投放也不可能在瞬间完成，新币和旧币之间的替代一定要有一个过程。

更重要的是，整理货币是要花钱的，残币必定不足值，重铸成足值货币需要成本，这部分成本究竟应该由谁承担？

不要小看这个差价，这是非常重大的利益之争，放到哪里都不省心。在清朝，这个差距被称为“火耗”，每次出台关于“火耗”的政策时，台前幕后都腥风血雨，不知多少人头落地。有人估计，当时英国重铸所有货币的成本在200万英镑左右，要知道，整个英格兰银行的资本金只有120万英镑。

实际上，这是一个根本无法完成的任务。为什么？

现代金融学有一个格雷欣规律，通俗地说，它就是“劣币驱逐良币”。一旦市场上出现劣币，良币就会逐渐退出流通，被人们收藏起来，直至完全消失。在自由流通的货币时代，格雷欣规律导致了一个悖论：残损货币应该被整理，每次整理发行良币都会适得其反，在一定时间内，良币越来越少，残损币种反而越来越多。

谁都想先把残品花出去，遗憾的是，威廉三世却一厢情愿地认为，如果不整理货币制度，市场就将趋于混乱。历史事实告诉我们，自由流通货币制度本来已经形成，一旦有人试图重塑货币制度，重塑者又无足够实力，就有可能引发市场恐慌。

这正是：没有混乱，我们就制造混乱！那么，在自由铸币时代，究竟是否应该整理货币？

1696年，围绕是否应该重铸货币，英国展开了一场前无古人的大讨论，辩论双方的代表者在历史上都颇有名气。

现有资料表明，主张不能重铸货币、发行虚值货币的人是时任财政大臣威廉·朗兹。他不是金融学家，也没有拿得出手的经济学著作，或许是宦海沉浮让这位财政大臣洞悉世事，尽管不懂金融学，他也是一位能吏。他提出：重铸货币可以，新货币只是旧货币的八成重，旧币也不必收回，依旧流通即可。

在威廉·朗兹眼中，英格兰银行已经发行银行券，货币何必一定足值？货币只要按现在市场上的银价减重1/4，减凿货币就没有获利空间，就自然没人去做，只要能提高货币流通量，就一定能刺激贸易发展。

从实用的角度来看，威廉·朗兹提出的建议虽然存在问题，但总体看还是很好的，王室重铸货币减重1/4，与市场流通残损货币相仿，没有成本。否则，如果没有收益反而要倒贴，那么王室也不会有动力重铸货币。更重要的是，足值货币会被人立刻收藏起来，对整理货币没有任何用处。

就在这个时候，一个重量级人物站了出来，极力反对威廉·朗兹的方案，此人就是世界历史上著名的约翰·洛克。洛克被视为资产阶级时期最具影响力的思想家，伏尔泰、卢梭、休谟，甚至富兰克林都自称他的学生，可见其影响力。

被奉为神的洛克，其实不一定有多高的金融造诣，他在金融界的号召力来自当时建立的道德制高点。洛克是思想家，是当时英国的道德标杆，是一位不折不扣的世界级伟人。在公众意识里，他认为错误的事情一定是违反道德的，所以不能做。在这一点上，洛克有点儿类似于中国古代王朝的“清流”，他们自诩清高，但有的人没什么办事能力。

洛克提出：天赋人权，人只受自然规律支配——在货币上，货币单位就是自然重量，所有货币必须足值。如果国王敢于拿自己的印鉴充当货币，或者在货币上减重，这就便宜了银行，是绝不能被自然规律允许的！

在贵金属作为货币的时代，官方货币减重是一种残酷的剥削手段，但是，私铸货币标准是否应该统一，在不同时期、不同历史条件下会有不同答案。我们再次强调，当时英国的铸币权并非只掌握在皇家造币厂，银行甚至私商都可以铸造货币，实际流通的货币是一个市场自身平衡的结果。

洛克是“光荣革命”的旗手，一言兴邦，一言丧邦。可是，这位思想家显然不太懂金融学，更不知道“格雷欣规律”。货币重铸固然是好的，但他本人不会支付货币重铸的200万英镑的成本。

洛克固执地认为银行和唯利是图的私商是货币减凿的黑手，数百年

来他们因货币减重获益，当然应当为货币重铸承担所有成本。秉承这种思想，洛克提出了非常激进的重铸建议，官方强行收兑残损货币，回炉重铸，而成本则由货币持有者承担。让私商承担重铸成本看起来合理，实际上根本无法执行，残币在天下人手中，难道让天下每一个人承担成本？至于私商，人家就是干这个的，怎么可能与虎谋皮？

趁乱打劫，人们早就在等这一天了！

当时只有英格兰银行进行货币创造，如果没有百分之百的货币储备，发行的银行券和硬币越多，被挤兑的风险就越大。

如果这个时候制造英格兰银行挤兑，就一定事半功倍，商战如战场，这样的机会对手不可能不把握！

1696年5月，威廉三世发布了货币整理的命令：缺损的、不完整的货币都必须送回造币厂回炉重铸，不得在市面上再行流通。

整个货币重铸的成本加到了银行业头上，银行对于把残损货币送到造币厂这件事根本没有积极性，威廉三世又不允许银行发行残损货币。这样一来，银行实际上就没剩多少货币可以兑付了，危机立刻就凸显出来了。

打倒东印度公司

现金流是普通企业的实力，信誉是金融机构的实力。

对于金融机构来说，信誉永远是最重要的，有信誉就有现金流。正因如此，毁掉金融机构的信誉比断其现金流更可怕。要搞掉英格兰银行，首要目标就是搞掉英格兰银行的信誉，最佳手段一定是挤兑——无论谁来加持，只要金融机构无法兑付真金白银，它就一定会信誉扫地。

1696年5月，货币整理法令刚刚发布，各家银行就出现了挤兑——每一个储户都想得到足值新币，银行偏偏无法提供足值新币。无论银行还是储户，对其中的矛盾都心知肚明，围堵银行挤兑就成为最理性的选择。

新币有限，先到先得。

预期在很大程度上是一种心理现象，市场脆弱性源于市场主体预期的差异，从更深层次来看，则来自市场经验和风险承受能力不同。打破稳定的市场预期很容易，只要增加不确定性，各方对市场的判断就会迅速分化，非理性参与者就会通过种种手段表现出极端情绪，极端情绪一旦出现必然迅速传播，最终，整个市场就会失控，金融恐慌（在当代被称为金融危机）就出现了。

做生意讲究人气，人气旺，买卖一定旺，唯独金融机构是个例外。人多，有可能是在买某种金融产品，有可能是因为商业银行办业务太慢，还有可能是来扎堆提款，也就是所谓的“挤兑”。

如果仅此而已，那么挤兑不会演变为一场金融恐慌，毕竟所有的风险都已经明示，不存在太强的不确定性。

市场的可爱与可怕之处都在于不确定性，根据不确定性，人们无法估计结果，只有一种结论是确定的，那就是人为制造不确定性。恶意攻击带有明确的攻击性，目标非常确定，极易对市场、机构造成重大伤

害。

自古至今，出现金融危机的原因通常都是有人在背后捅刀子。攻击英格兰银行，有条件要上，没有条件创造条件也要上，一旦出手必是杀招！

1696年5月4日上午，英格兰银行门口突然聚集了大批来提款的人，关键是每个人手中的提款金额都非常可观，有人在历史文献中记录了当时估计的提款数字——3万英镑。这绝对是一个极具震撼性的数字——1650年，詹姆士二世以国王之尊发动王室大臣前往伦敦商家借款，总共才筹集到10万英镑。

可想而知，3万英镑巨款在一天内提现会给英格兰银行造成怎样的后果。

英格兰银行处置这场危机有几个有利条件，当时所有银行都挤满了兑换新币的人，并不是英格兰银行一家。更重要的是，对手把事情做得太明了，以至每个人都知道有人与英格兰银行过不去。

基于以上因素，英格兰银行开始回应——以财政大臣的名义提出要求，拒不兑付同业拿来的存单，普通商民仍旧照付不误（请一定注意这一点，仅仅停止兑付同业，商民照兑）。当时英格兰银行的总裁兼任伦敦市市长，在各种场合宣讲英格兰银行不会有任何问题。除此之外，英格兰银行股东承诺放弃本年股息，以支持银行发展，股东将更看重银行长远发展，不局限于一城一地。

处置金融危机，一定要给公众信心，给公众良好的预期，只要对未来有信心，危机自灭。

英格兰银行原本可以平安度过1696年，但谁也没有想到，一波未平一波又起，合股银行的第二个机会马上就来了，王室再次提供了一个毁掉英格兰银行的绝佳机会。

大同盟战争结束之前，威廉三世手头比较紧张，数次面临债务违约。从理论上来说，王室信誉不一定完全是英格兰银行的信誉，王室违约也不一定代表英格兰银行违约；在王室财务困难的时候，英格兰银行

完全可以作为缓冲——王室仅仅暂停对英格兰银行兑付，英格兰银行保证对国债持有者兑付，王室一旦渡过难关，就恢复对英格兰银行兑付。

如此，英格兰银行便成为王室和市场之间的一个缓冲带，王室可以借助英格兰银行的货币创造能力，熬过最艰难的时刻。这个协议完全可以设定在英格兰银行和王室之间，不一定非要向公众公布相关消息，英格兰银行制度设计原本就有这层意思。

威廉三世却忘记了自己为什么能入主英伦诸岛，摇身一变，成了另一个詹姆士二世，他想到一种粗暴的解决办法——不但我不付钱，英格兰银行也不能付钱！

1696年7月13日，威廉三世违约，拒绝偿还一笔8万英镑的债务。英格兰银行没表示不兑付国债，但谁也没有想到，王室马上下令，不允许法院在7月14日受理诉讼英格兰银行的所有案件。言下之意，英格兰银行跟王室是一路人，可以肆意破坏市场规则。

在没有彻底取代王室信誉的年代，英格兰银行的出现可以增强王室信誉，二者互为支撑。如果英格兰银行与王室同气连枝，那么公众一定将二者等同，数百年来，王室所作所为原本就没什么信誉。

接下来的事情就在意料之中了，英格兰银行发行的银行券大幅折价，7月为9折，10月为8折，最低的时候达到7折。此后，整个银行市场持续紧张，谣言层出不穷。

1697年，为平息市场风波，英格兰银行再次扩股，获准特许权延期至1710年，并且破天荒地获得了王室1670万英镑债务特准权，这才平息了风波。

1696年停兑使英格兰银行两次遇险，但它总算涉险过关。接下来我们要说的第三次挤兑发生在1707年，这次挤兑差一点儿给英格兰银行画上句号。因为，一个比合股银行强大无数倍的对手——英国东印度公司出现了，它的江湖地位远高于英格兰银行。

关于英国东印度公司，我们第一次提及它是因为搞丢了查理一世的脑袋。这是一家在世界史上臭名昭著的公司，贩运奴隶、倒卖鸦片、抢

占殖民地……总之，什么都干，就是不干好事，什么都不缺，就是缺德。

该公司成立于1600年12月31日，由伊丽莎白一世授予皇家特许状，特准其垄断印度对英贸易。英国东印度公司在殖民地获得的利益日渐丰厚，同时它也给予了英国王室巨大的利益，甚至获得了殖民地行政权和军事权。

你可能还不知道，英国东印度公司的主营业务不仅仅是海外殖民，它在英国国内的业务聚焦于金融，具体来说就是向王室提供巨额贷款，在国内信贷市场有着举足轻重的地位。1640年，如果不是英国东印度公司一时兴起对王室停贷，查理一世就不至于混到断头。

英格兰银行成立的原因是向王室贷款，最大的盈利点也是向王室贷款。毫无疑问，它对于英国东印度公司来说是一种强大的竞争，没有英格兰银行的时候，英国东印度公司可以要挟王室，英格兰银行的出现打破了英国东印度公司的垄断地位，此时的英国东印度公司正处在如日中天的时期，眼睛里怎么能容下英格兰银行？

英国东印度公司要人有人，要枪有枪，要钱有钱，英格兰银行一下子拿到了1670万王室债务，是可忍孰不可忍！

这里要说，英格兰银行在这件事上确实不太厚道。1702年，东印度公司面临危机，英格兰银行试图参与重组英国东印度公司，左右其高层人事安排，这就埋下了祸根。

1707年，欧洲发生了一件大事，由于种种原因，苏格兰和英格兰彻底合并为一个国家（之前虽然共有一个国王，但还是两个国家）。苏格兰接受英格兰的条件，很重要的一条就是英格兰为苏格兰提供40万英镑贷款。在这件事上，英格兰银行和英国东印度公司都有利益，争执不休又互不相容，新仇旧恨交加，双方大打出手。

与专营金融的英格兰银行相比，英国东印度公司是一个全能型选手，于是，它看准了英格兰银行的软肋。

据金德尔伯格的《西欧金融史》记载，1707年，英国东印度公司使用了这样的手段：首先使伦敦的硬币不断外流，然后向银行（英格兰银行）提交30万英镑的银行券，要求兑换成硬币。接着就发生了一场恐慌

和挤兑。

历史文献对这场挤兑记载得不多，但我们仍旧可以想象当时的惨烈：苏格兰并入英格兰这样的大事只需要40万英镑贷款就可以搞定，本次挤兑居然动用了30万英镑，只有英国东印度公司才能有这么大的手笔。

集中提款之前，英国东印度公司会先釜底抽薪，据文献记载，英国东印度公司先将城里的大多数硬币和金银弄到伦敦之外。对英国东印度公司来说这不难做到：找到一种新奇的产品在伦敦城外销售，仅限于实物货币购买；在城外某家乡村银行开出高息，只需要很短一段时间，比如7天甚至隔日，储户就可以获得高息。等现金集中到一定程度，突然向英格兰银行挤兑，只需30万英镑，英格兰银行必亡！

挤兑之日的境况自不必描写，事件的平息则耐人寻味。

威廉三世已于1702年去世，安妮女王出面召集了一批贵族——多为英格兰银行的股东——出资资助英格兰银行，这才稳住了市场，使其平安渡过难关。

下一次，英格兰银行还能如此幸运吗？

南海公司I：猜到了故事的开头

1720年前后，英国南海泡沫和法国密西西比泡沫（下章详述）先后爆发，范围仅限于英国、法国两个国家。18世纪初，欧洲爆发了西班牙王位继承战争，几乎整个西欧都卷入其中，从惨烈程度和历史影响力来看，这场战争远比两次泡沫重要。很有意思，就算在欧洲，今天也很少有人知道西班牙王位继承战争，人们反而对南海泡沫、密西西比泡沫造成的灾难记忆犹新。更有趣的是，尽管人们记得这些，反复把这些当作反面教材，金融危机还是时常发生。

呜呼！后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也。

于人类而言，金融危机与战争同样残酷，金融危机对财富的毁灭能力甚至比战争更触目惊心。弹指间，财富灰飞烟灭，也许正是这个原因，金融危机给人类带来的痛苦永远不可磨灭。

我们反复说，危机、危机，任何一次危机都一定是一次危险的机会。真正成就英格兰银行市场地位的历史事件是南海泡沫，造就英国日不落帝国的历史事件也是南海泡沫。密西西比泡沫之后，法国人抛弃了银行体系，历史则抛弃了法国，工业革命在英国率先破土而出，轰鸣的铁马把人类带出洪荒。

《西欧金融史》如此评论这段历史：英格兰银行的成功被称为一场金融革命，这场革命使人口只有法国1/3的英格兰能够在整个18世纪的战争中一次又一次地打败法国。

对于这一切，处于风暴眼中的英格兰银行并不自知，此时它还不明白自己在金融中心的位置。虽然未来一片光明，但当下的英格兰银行只觉得自己随时都有可能被干掉，作为一家商业银行，它最大的愿望是生存下去，活下去才是最好的选择！

继东印度公司之后，英格兰银行最大的威胁就是南海公司！

在众多记述英格兰银行历史的经典著作中，南海泡沫被反复提及。很多人一定奇怪，区区南海公司不过是个骗子，怎么能跟最强大的商业

银行相提并论呢？

事实不是这样的。

南海公司完全不像传说中的那么不堪，要不是南海泡沫搞出的动静实在太大，它取代英格兰银行只是时间早晚的问题。

这段历史，让我们从南海公司与英格兰银行的恩怨说起。

光荣革命给英国带来了《权利法案》，还有无穷无尽的债务，大同盟战争耗费了大量财富。伟大的亚当·斯密如此评价这段历史：缔结《里斯维克和约》的奥格斯堡同盟战争（大同盟战争）奠定了英国目前巨大债务的第一个基础。

大同盟战争的血迹尚在，一场更大的战争——西班牙王位继承战争——在欧洲爆发了，这是一场持续了14年（1701—1714年）的欧洲大战，几乎耗尽了王室所有财富。日复一日的借贷同样使得英国王室不堪重负，每年利息支出就占总收入的30%～40%。就算有英格兰银行做支撑，王室也已然债台高筑，恐怕再次颁布停兑令也未必能解决问题。

只要动脑筋，办法就总比问题多。

1711年5月2日，英国财政大臣牛津·罗伯特·哈利伯爵向议会提出筹建南海公司，目标是偿还国债。具体来说，就是国债持有者可以自愿将国债转化为南海公司股票。

那么，投资者为什么要换成南海公司的股票呢？

国债换成股票，股票持有者不但能获得保底收益——王室承诺的6%的利息，还能获得南海公司股息。

南海公司就一定能赚钱，一定能给投资者分红吗？

答案是肯定的，罗伯特倡议成立的南海公司可不是一般的公司，其定位跟英国东印度公司一样，英国东印度公司在印度有什么特权，南海公司在南美洲就复制什么特权。非但如此，南海公司还以东印度公司为信誉背书，东印度公司以货物、丝织品、鲸须及其他商品的关税为南海

公司固定利息担保。在提交的《南海法案》修改稿中，甚至规定该公司董事长必须由国王兼任（这一条最后没有实现）。

南海公司地位有多牛，不用再解释了吧？

必须先告诉大家，南海公司刚成立的时候根本没有“南海泡沫”之说，南海泡沫发生在南海公司成立10年后。这段时间，伦敦金融市场从未消停，经常听风就是雨，一轮又一轮爆炒，只是还没有达到全民癫狂的程度。

《南海法案》最终版有这样的条款：王室特许，允许公众选择将947万英镑债务转换为南海公司股票。二者等值转化，100英镑国债可以转化100英镑南海公司股票。

从当代金融业务的角度来看，这是一个典型的“债转股”方案：国债转化为南海公司股权。在癫狂的市场上，对于转换者来说，固定利息收入早就可以忽略不计了，最重要的是由股票增值而来的资本利得。

有了这样的前提，债转股工作进行得非常顺利，在某种程度上转股根本就是一种特权，拿到股票就等于拿到了财富，又有谁不去转股呢？

对于王室来说，这笔交易收益也不错。既然947万英镑国债都已经转股，国王不再还债，那么成本仅仅是南海贸易特许权。

多划算的一笔买卖啊！

问题在于，当时南美还在葡萄牙和西班牙手里，南海公司要想拿到真金白银，必须自己动手去敌人手里抢，至于能不能弄到真金白银，是它自己的事。基于以上条款，当代很多人认为南海公司从成立之初就是一个地地道道的骗子。

我不这么认为。

在英国东印度公司获得王室特许权的时候，莫卧儿帝国还龙精虎猛，英国东印度公司照样实现了殖民，开拓了印度英属殖民地。按照这种逻辑，英国东印度公司应该同样是骗子，却从来没有人这么认为。

莫非只有成功者才不是骗子？或者真的是这样。所谓“金融”讲的是未来的故事、未来的收益，很多人猜到了故事的开头，却没有猜到故事

的结尾，紫霞仙子遇到的英雄没有身披金甲圣衣，孙悟空如果不成为齐天大圣便一直是野猴子。

在故事的开头，英格兰银行是非常糟糕的。王室、南海公司、国债持有者实现多赢，整个事件看起来最糟糕的受害者就是英格兰银行。因为南海公司和三家合股银行组成了一个辛迪加，垄断了债转股过程，英格兰银行被排除在外。

更糟糕的是，1711年南海公司成立的时候，英格兰银行在王室特许权竞争中败北，其股票在市场狂飙的时候一落千丈。英格兰银行因经营王室债务而生，王室债务不但是最主要的业务，而且是信誉的根本。南海公司发明了“债转股”，已经把英格兰银行逼进了死角。如果没有后来的南海泡沫，英格兰银行很快会在历史长河中无声无息地消失。

历史给英格兰银行留出了足够的机会。它没有猜到故事的开头，却一直笑到了故事的结尾，或许这才是上天的安排。

南海公司虽然强大，南美商路却不是一天建成的，击溃西班牙、葡萄牙的势力更非易事。南海公司高管、董事们没有一个具备贸易经验，南海公司最大的盈利点在于对外贸易，结果，直到1717年，南海贸易公司才派出第一艘贸易船，20万英镑的货物在南美滞销，变成了废料；沾满鲜血且获利最高的奴隶贸易，又因为运输条件实在太差，众多不幸的奴隶丧命或被弄残，根本卖不出价格。

尽管商业经营不怎么样，南海公司的经营者却拥有非凡的金融炒作艺术，在市场上充分发挥了自己的金融特长，愣是把虚构的故事开头变成了真实的收益：1711年南海公司股价为70英镑，1712年就到了80英镑，1713年居然上涨到94英镑，而且继续一路飙红。

1715年，南海公司扩股，股本金扩大到1000万英镑，开始真正具备与英格兰银行角逐的实力。

南海公司II：没猜到故事的结局

1719年，密西西比泡沫达到了巅峰。起码从表面上来看，密西西比计划极大地增强了法国王室经济实力。法国如果在经济实力上超越英国，哪怕只是暂时的，英国也会在世界或者欧洲竞技舞台上失去资格。这一瞬间的优势，已经足以让英国失去大国争霸的决赛资格。

密西西比计划毕竟是巨大的泡沫，难道世人就没有一个清醒的吗？

在金融市场中，“众人皆醉我独醒”的逻辑是不存在的，旋转的泡沫中，最清醒的人一定是最笨、最赚不到钱、最不符合西方经济学“理性人”特征的人，清醒者要为清醒付出极高的代价！

所以，在金融市场玄幻的泡沫中，所有人都希望“但愿长醉不复醒”！法国人在泡沫中长醉，隔着英吉利海峡，英国人闻着味道也醉了。

英国人有一种骨子里的骄傲，既然法国可以搞出来密西西比泡沫（不就是泡沫吗？），那么英国人的泡沫一定会在一个万众瞩目的情况下出现，旋转着，闪烁着七彩光芒，更大更漂亮！一个类似于法国密西西比计划的方案开始酝酿，南海公司必将因此被载入史册。

1719年，英国王室的债务史无前例地达到了3100万英镑，王室债务到了非整改不可的地步。很明显，能够解决这个问题的要么是英格兰银行，要么是南海公司。谁能解决这个问题，谁就会获得王室信任，从此，失宠者将被彻底踢下角逐舞台。

在这场无法躲避的战斗中，南海公司率先出招，一剑封喉，不就是3100万王室债务吗？

面对天价债务，南海公司毫不畏惧，提出了一个庞大的计划——《南海方案》。这一次，南海公司要整理的不仅仅是150万英镑，而是全部英国王室的债务。方法很简单，继续发行股票，并以股票置换王室债务。

经济学上有个术语叫“路径依赖”，通俗地说，就是某人、某公司、

某国家一旦通过一种方式赚到钱，就会始终遵循这种方式走下去。1717年，南海公司债转股的成功加重了南海公司的路径依赖，从此，整个公司董事会对金融魔术更为迷恋。

南海公司的方案有一个致命的缺陷：融资能力完全取决于股价，股价不能下跌只能上涨，否则，将不会有投资者选择转股，南海公司也将丧失融资能力。金融市场永远不是单边市场，必有阴阳涨跌，南海公司又怎么可能保证股价只涨不跌？

这场游戏能继续下去吗？

答案显而易见，但是，局中人就是看不见。包括南海公司在内的广大英国人民都认为南海公司股价将永远上涨！

这种思维可以在精神病学上找到佐证，患有精神病的人是不知道自己身处幻境的，他们会把幻听、幻视当作真实的世界。正如身处泡沫中的人们一样，没有人相信眼前的财富只是幻象的一种，人们身处幻境而不自知。

英国人在幻境中集体迷失了自我，具体表现为接受《南海方案》。整个英国都狂热地相信，法国可以成功的事情，英国一定也可以。

1719年底，新任财政大臣约翰·艾思拉比上任，提出了一个异常宏大的计划。南海公司不仅要整理英国王室的所有债务，还要整理英国东印度公司和英格兰银行已经承担的王室债务。从此，南海公司要让英国王室变得既无内债，又无外债。

文献记载了当时南海公司一位董事的描述：正如约翰·罗先生前年已经采取他的模式对年彩票贷款加以改进的那样，他现在将要不惜一切代价对约翰·罗在法国的经营模式进行改进。

接受王室全部债务，取代英国东印度公司和英格兰银行。新任财政大臣怎么会有如此疯狂的想法？

你如果知道密西西比泡沫的疯狂，就一定不会惊异于新任财政大臣的底气。在不足一年的时间里，法国密西西比泡沫中的印度公司股价从1000里弗尔上涨到20000里弗尔，这是怎样的一种飙升啊，区区3000万英镑王室债务又算得了什么？

1720年1月21日，南海公司和财政大臣联合确认《南海方案》，简单来说，就是把所有不可赎回的、可赎回的王室债务全部兑换为南海公司股票，由南海公司垄断经营王室债务；作为保证金，南海公司将马上支付150万英镑现金给王室，另外，或可支付的现金为160万，总计310万英镑（请注意，这仅仅是保证金）。

如此庞大的债务整理计划，无论英格兰银行还是英国东印度公司都没有实力完成，但是，刀架在脖子上又不得不反抗。

第二天，英格兰银行马上做出回应，指责南海公司做事不讲规矩，提出《南海方案》不符合程序。按照程序，整理王室债务必须向下议院提出，而且必须通过竞标。

得到下议院认可之后，英格兰银行快马加鞭，6天后（1月27日）炮制出了自己的王室债务整理计划。英格兰银行提出，直接向王室支付560万英镑保证金，承诺将整理可转换的债务、不可转换的全部王室债务，比南海公司的保证金现金多250万英镑。（英国东印度公司也提出了自己的计划，在这里不再提及，有兴趣的读者可以自行查找相关资料。）

针对英格兰银行的反击，1月27日当天，南海公司迅速更新方案，把无条件马上支付的保证金提高到350万英镑。这样计算下来，虽然还是比英格兰银行少，但是，南海公司拿出来的债转股计划一再获得成功，又有密西西比大计划这样一个成功的案例摆在面前，王室不可能不动心。

在一片狂热的气氛中，下议院还算稍微清醒，给出了一个不算充分的讨论期限——4天。仅仅4天后，英格兰银行与南海公司双双提出了最终方案。

这一次，英格兰银行学乖了，开始模仿南海公司，给出了自己的债转股计划，拟以1：1的价格将1700万英镑国债转换为英格兰银行股票。但是，王室债务总额实际上为3100万，英格兰银行未说明剩下的王室债务怎么办，没有在保证金方面加码，尤其没有提供债转股条款细节。

反观南海公司，它一如既往，气势如虹，提出将继续无条件增加支付的现金保证金，最终，保证金总额达到760万英镑，较英格兰银行高出200万英镑。

无论对王室还是议会，南海公司提出的方案都具备绝对诱惑力，王室可以立刻获得的现金高出英格兰银行一筹。更重要的是，南海公司的性质与密西西比大计划中的印度公司类似，英格兰银行股票能否转换成功则属于未知。

毫无悬念，南海公司在此次生死角逐中取得了压倒性胜利，仅仅一天后，下议院就投票通过了《南海方案》。按照《南海方案》，英格兰银行必须将手中的王室债务转换为南海公司股票，退出王室债务之争。如果这种趋势持续下去，或许英格兰银行还会存在，但仅仅作为一家商业银行罢了。

财政大臣约翰·艾思拉比口出狂言，将《南海方案》描述为“拍卖整个国家”，这份长达35页的《南海方案》可以概括为如下几条主要内容：

第一，南海公司将约3100万英镑债务转换为自身股票。

第二，南海公司获得全部王室债务专营权的代价之一，无条件支付王室400万英镑现金，随时可支用的授信[1]760万英镑。

第三，如果王室所有债务都被转换，那么，王室将在南海公司获得3150万英镑账面股份。

第四，王室在1727年夏至之前向增加的债务支付4%~5%的利息，从1727年夏至起，政府将开始偿还转移到南海公司名下的债务。

第五，王室向南海公司借贷100万英镑，作为流动资金。

有能力整理全部王室债务的上市公司具备怎样的实力？用富可敌国来形容，一点儿都不为过吧？在资本市场上，这家公司是怎样的一家上市公司？这又是怎样的一个振奋人心的消息？这样的股票怎么会出现下跌？

结果呢？出人意料，又在历史意料之中。

---

[1] 按现在的理解应该是授信，文献上的描述方法比较拗口。

泡沫如美女

与日新月异的信息时代相比，南海公司诞生的时代同样非常奇幻，天翻地覆、人才辈出，人类当代文明就在此时奠基。今天，我们称它为“工业革命”。我们列出一个简短的名单，他们全都属于那个年代：

非著名金融学家（后文详述）、经典物理学奠基人、高等数学奠基人牛顿（英）；

经济学奠基人、《国富论》（全名《国民财富的性质和原因的研究》）作者亚当·斯密（英）；

化学家普里斯特利（英）；

化学奠基人玻意耳（英）；

蒸汽机改良者瓦特（英）；

……

正是有了他们，人类才有了高等数学、理论物理、化学和近代工业，这对人类现代文明产生了很大影响。

1720年国债转换是后世批判南海泡沫的主要理由之一，公平地讲，这确实是一个王室、投资者、南海公司多赢的方案，最大的输家是英格兰银行和英国东印度公司。

后世不断有人批判南海公司在债转股时玩花招，其实1：1的转换比率并不高。人们连雷电都能从天上弄到地下，南海公司整理王室全部债务算什么？到了不靠谱的投资者嘴里，南海公司恐怕连“灭霸”都能召唤来。所以，无论怎样设定转换比率，英格兰银行都不可能胜出，失败的结局从一开始就注定了。

造化弄人，失败者转身变为胜利者，胜利者被钉在了历史的耻辱柱上，反转相当具有戏剧性。

非但普通人，任何生活在当时的智者都不会想到这样的结局，比如时任英国皇家造币厂厂长、非著名金融学家牛顿先生。南海泡沫中，这位非著名金融学家赔了很多钱，于是慨叹：我可以计算出天体运行的轨迹，却无法计算出人性的癫狂。

在金融市场，所有发生的事情终究都是有理由的，没有平白无故的偶然。只不过奥秘不在于转换率，而是在于另一个概念——杠杆。

我们一定要记得，对于很多人来说，金融市场是一个只修今生不求来世的地方，用最少的钱赚最多的钱才是人们最关心的事情，没有人关心负债率、没有人关心风险、没有人关心借贷成本！负债率、风险、借贷成本难道不需要考虑吗？如果面前摆着百分之几百、百分之几千的收益率，这些根本就不值得考虑。

我没有必要详述产生南海泡沫的过程，只是想复述一下过程中的杠杆操作手法。千百年来，金融危机表现形式可能有所改变，本质却从来没有改变。

所以，所有危机的开始和宿命都必然如此：成也杠杆，败也杠杆。过去是，现在是，将来也是。

整件事还要从南海公司募股总量说起。

按照原计划，南海公司以国债兑换公司股票，如果3100万英镑股本能顺利转股，南海公司的资本实力就能令人咋舌。南海公司根本不满足于3100万英镑，创造性地提出了7500万英镑的转股计划，整个转股计划不仅仅是一场史无前例的国债整理，还是一次南海公司股票增发。

按照正常理解，国债整理应该先收兑国债，再完成扩股。一笔一交易，按照这个模式操作不会出现问题。

问世间是否此山最高，答案是：没有最高，只有更高！谁也没有想到，南海公司提出了一个疯狂的方案：南海公司转股价格定为300英镑，入股兑换者以现金兑换，可以只支付20%的款项，剩下的款项在16个月内分8次付清。

1：5，看清楚了吧，这是一个5倍的杠杆！

如果未来两个月内股价飙升1倍，那么初始投资的收益将是原来的5倍，从南海公司股价的历来表现来看，两个月500%的收益率并非不可能，如此规定，市场焉能不陷入疯狂？

——4月7日，议会正式批准南海公司开始推进转股，当时股价就跳涨到300英镑，4月12日，即开始募股当日，申购单就被填满。

——4月29日，仅仅22天后南海公司就开始了第二次现金募股（请注意此时已经不是整理国债了，而是现金募股），杠杆变得更加可怕，只需要1成资金就可以购得股票，其余分9期、每期3~4个月还清，短短22天内股价已经飙升到400英镑。

——6月17日，南海公司开始了第三次募股，杠杆虽然降到1：5，付款期限却延长到4.5年，短短4个月内，南海公司股价已经上涨到700英镑。

——8月24日，南海公司开始了最后一次募股，杠杆仍旧为1：5，期限再次延长到9个月。

这是一个递进的规律：

杠杆有多强大，市场就有多疯狂；

市场有多疯狂，前期投入的人就有多少盈利；

有多少盈利，灾难就有多沉重！

因为，这是一次击鼓传花的骗局，再灿烂的夕阳也有落幕的时候。对于任何一次危机，这都是亘古不变的真理。

这里要注意的是，第一个想结束击鼓传花的人居然是南海公司，如果不是南海公司挺身而出提早结束了危机，危机一定会更沉重，搞不好可能让英国几十年缓不过来。这个时候让别人抢了先手，英国的工业革命、日不落帝国也就无从谈起。

南海公司股价狂飙带动了整个伦敦股票市场，1720年1月1日，伦敦股票指数只有190点，到7月突破了750点，半年之内几乎增加了三倍。

关键并不在于南海公司股价涨了多少，好歹南海公司是一家敢于承接王室所有债务的公司，股价狂飙还是有理由的。问题是整个伦敦金融市场都在疯狂，除了南海公司，还有一系列皮包公司，它们的股价也在狂飙。有的公司说能造永动机，有的公司说能改变孩子的命运，有的公司说能从水银中提取银……有一家公司的名字居然叫“经营和承揽巨大好处，但没人知道它是什么的公司”！

如果股价狂飙可以让利润源源不断地流入始作俑者的腰包，金融机构投资实业就会越来越少。与泡沫相比，实业边际成本与边际收益太不对等，人性无法经得起利润的考验。任何一家公司，只要能提出概念就能筹集到足够的股本——就能赚到足够的钱。说我是骗子，难道南海公司不是吗？

此时，伦敦金融市场定然出现了泡沫。所谓泡沫，不需要严格的学术定义，我倒是非常同意金德尔伯格提出的观点：资产价格泡沫就像美女一样，事前你不知道如何界定它，然而你一旦遇见，就肯定能认出来。

让我们看看“经营和承揽巨大好处，但没人知道它是什么的公司”是如何玩弄市场的吧，鉴于这家公司名字实在太长，姑且称其为“好处公司”，就算放在当代，它也是一个地地道道的资本玩家。“好处公司”从未明说自己的主营业务，当然，仅靠吹嘘来赚钱是肯定不可能的，伦敦民众又不傻。“好处公司”声称，自己将承揽绝对赚钱的业务，共募集5000股，每股100英镑，总计50万英镑。

至于具体从事的业务，当然对大家都有好处，但是，“好处公司”声称自己处于筹建阶段，必须保密，不能透露相关信息。为了吸引公众投资，“好处公司”声称，现阶段每股仅需要交纳2英镑，你就可以在1个月后真正参加公司股份募集了。

南海公司的杠杆率是1：5，“好处公司”的杠杆率就是1：50。1：50，多少人将为之疯狂！在没有电信的时代，人们口口相传，短短一个小时之内，这家名不见经传的“好处公司”就筹集到了1000个股份的认购保证金，也就是2000英镑。

“好处公司”喜出望外，拿着2000英镑就逃之夭夭了。

当时，2000英镑对于普通家庭来说已经是一笔终生可望而不可即的

巨款了，没有任何成本，只有收益，在泡沫游戏中，如果跟随泡沫得到的收益远远高于创造，那么谁又会选择创造呢？仅就盈利而言，身处泡沫之中，不跟随泡沫才是最不理性的选择，毕竟现期收益才是最真实的收益。

只求今生，不修来世！一旦金融陷入癫狂，这就是必然的结果，只要现在赚到钱，管他身后大浪滔天！

泡沫具备自我强化机制，一旦形成很难停止。所有人都是共谋者，没有人希望泡沫破灭，只能继续把它吹大，也就是继续注入资金。道理很简单，你可以叫醒一个睡着的人，却永远不可能叫醒一个装睡的人。

无论怎样装下去，人都不能永远睡下去。泡沫毕竟只是货币游戏，一旦停止资金输入就会破灭——缘起缘灭缘自在，情深情浅不由人。

南海泡沫，缘起南海公司，缘灭南海公司，也许这就是宿命。

随着伦敦股票市场火爆，南海公司认为这些骗子公司严重侵犯了自身利益，好歹自己是为王室置换债务、有南美贸易经营特许权、有理想的。“好处公司”算什么，还有“威尔士木材进口”“伦敦街道建设”“土豆出口瑞典等北欧国家”呢！说它们是骗子都高抬它们了。

1720年5月6日，南海公司董事会要求律师和担任议员的所有董事代表公司向议会提案，阻止股市泡沫继续扩大。多数文献记载，南海公司这么做的目标是把更多资金集中到自身股票增发，而非遏制市场泡沫。最后，阴差阳错，南海公司砸了自己的脚。

这一指令被迅速执行，5月底，“授权成立两家海上保险股份公司、皇家许可特权保护与股市规范法案”在议会获得通过，该法案就是《泡沫法案》。《泡沫法案》规定：但凡成立股份公司，以及发行、认购和转移股票，都必须得到议会或者王室特许。没有特许状经营的股份公司属于非法公司，必须予以取缔。

南海公司将这些皮包公司送上了法庭，罪名是“未经许可擅自发行股票”。法院判决南海公司胜诉，7月12日公布了一大批非法公司名单，要求取缔这些公司以及其股票的发行流通，从此，市场开始暴跌。

覆巢之下，安有完卵？

一轮又一轮的暴跌终于把南海公司卷入其中，但仅从技术形态来看，南海公司股价仍然坚挺，9月8日股价仍旧稳定在700英镑左右。

9月12日，南海公司走了一步错棋——向英格兰银行求助。估计南海公司原意是借助英格兰银行声誉挽回市场跌势，至于英格兰银行是否注资，完全可以另案处理。只要投资者不再潮水般地抛售手中的股票，它就有能力稳定股价。

不知从什么时候起，江湖开始流传一则消息：英格兰银行已经同意向南海公司的证券斥资600万英镑……

英格兰银行当时可能觉得：这时候想起我来了？怎么不提年初虎视眈眈地要吃下整个王室债务、把我逼入死角的时候了？如果南海公司渡过危机，那么它是不是还要继续“伟大”的计划？我后面是不是还拿不到国债承销？救助你？别逗了。

当天下午，英格兰银行发表声明，称自己不会救助南海公司。南海公司股价马上落到580英镑，次日又跌至570英镑，随后逐渐滑向400英镑。

英格兰银行还认为，仅有声明是不够的，必须痛打落水狗。接着，英格兰银行干了一件更阴损的事情。9月22日，它声称将以市场价的15%回收南海公司发行股票，然后，又于9月28日声称自己没有能力按协议价格收购。

按15%收购，英格兰银行的意思是南海公司的股票只值15%？果不其然，9月29日，南海公司崩溃了，股价灾难性地跌破200英镑。

回顾这段历史，即使仅仅面对故纸堆中的文字，肃杀之气仍旧扑面而来。南海公司的股票开始下跌，全国范围的大恐慌如影随形，即便如英格兰银行、英国东印度公司这样的巨无霸也未能幸免，股价开始一轮又一轮暴跌。

王室运转陷入危局，银行破产，曾经借钱炒股的人们变得一无所有，挤兑、抢购、骚乱……人们一下子从虚幻的天堂跌入了现实的地狱，犯罪和堕落充斥每一个城镇，几乎每天都有人自杀。

离开玄幻的泡沫，人们终于意识到，危机才是真实的世界。

1720年12月20日，英格兰银行终于等来了它最希望看到的结果，下议院通过一项提案，英格兰银行接手南海公司股票，也就是说，英格兰银行承接了南海公司费尽心力拿到的王室债务特许权。

在这场危机的最后，英格兰银行原本可以拒绝救助南海公司，此时它又不是中央银行，只是南海公司的对手。但是，英格兰银行仍然救助了南海公司，可能它已经开始意识到它们在金融系统中的特殊位置了。1725年，英格兰银行垄断了乡村银行票据清算，乡村银行储备明令储存于英格兰银行。

在一系列政治经济事件中，英格兰银行始终起着稳定金融市场的作用，被誉为“王室手中的最后一张王牌”。

第4章 大国胜负手

天才与骗子

前文曾多次提到一个人，他就是大名鼎鼎的约翰·罗（1671—1729年），一个极具争议性的人物。约翰·罗是现代经济学的启蒙者，他一生的所作所为几乎毁掉了法兰西帝国，也成就了大英帝国。

密西西比泡沫、南海泡沫闹出这么大动静，对约翰·罗本人而言，一切只是为了见证他的经济学、金融学学术思想，所以，金融学是世界上最昂贵的学科。与自然科学不同，金融学的试错地点不是实验室，而是真实的人类社会。在我们每个普通人的生活中，代价是真金白银乃至无数生命，就连股票市场上一直没人看懂的K线（金融市场中表示走势的图形）也是用真金白银画出来的。

好好珍惜金融学里的经典吧，它们才是世界上最昂贵的文字、最昂贵的图画。下面，正式请约翰·罗出场。

在世界历史，尤其是世界危机史上，约翰·罗是浓墨重彩的人物。我们可以这样印刷约翰·罗的人生名片：仅从学术贡献来看，他是经济学说史（不仅仅是金融学）中重要的人物之一；同时也是苏格兰银行创始人、法兰西银行创始人；赌王、杀人犯、越狱犯和诈骗犯。

他是一个天才，也是一个怪才。

很多人不知道约翰·罗的经济学贡献，却熟知约翰·罗的另一项金融杰作，那就是18世纪欧洲大陆爆发的一场金融危机——法国密西西比泡沫。约翰·罗是密西西比泡沫的始作俑者，这场危机给法国造成了多少伤害姑且不提，更关键的是它改写了法国人对金融体系的看法，也改写了法国、欧洲乃至整个世界的历史。

若不是约翰·罗搞得法国人对银行心有余悸，法国或许不会在百年之后才想到重建银行体系。时至今日，法国政界、学术界仍对金本位情有独钟，有人不断呼吁恢复金本位。试想一下，如果法国率先有了商业银行体系，那么后来的大英帝国未必能与其争锋。

谁能想到，大国成败居然就在一位金融学怪才的一念之间！关于这一点，你在读完工业革命与金融革命的关系之后会更有感触，现在我们一起来回顾这位天才的人生历程和经济学思想。

约翰·罗出生于苏格兰爱丁堡一个银行世家，青年时期接受过良好的政治经济学教育。关于他的记载说明，此人年轻时具有超高的数学天赋。如果用英国清教徒的眼光来看，“富二代”约翰·罗的人生很不健康，1683年其父用钱买了一个贵族称号，小贵族约翰·罗从此游手好闲，把数学天赋全都用在了纸牌上，靠着数学天赋成为赌神。

在赌桌上，据说很多伟人都曾把大把的钱输给这个赌棍，其中就包括非著名金融学家牛顿、《论法的精神》作者孟德斯鸠、《鲁滨孙漂流记》的作者笛福……

尽管赌桌上成绩斐然，但20岁的约翰·罗对自己很不满意，认为家乡爱丁堡（当时苏格兰的首都）太土气了，承载不了自己的理想，自己必须去大城市发展，比如伦敦。此一去暮霭沉沉楚天阔，约翰·罗开始了一段人生传奇，搞得整个欧洲鸡犬不宁！

伦敦的日子是美好的，有钱又善于交际的约翰·罗很快就在伦敦赢得了一个新的绰号——花花公子·罗。

花花公子身边总少不了女人，约翰·罗也未能免俗。只是这样的故事情节一般不会有好的结局，1694年4月，花花公子·罗与情敌决斗，结果将对手打死了，被判终身监禁。

经过一系列黑幕运作，英国国王威廉三世赦免了约翰·罗。谁也没想到的是，即使如此，这位前赌王、杀人犯（此时还不算经济学家）居然嫌特赦流程时间太长，一怒之下越狱，铤而走险，从30英尺[1]高的地方（大约三层楼高度）跳了下来，然而结果仅仅是脚踝脱臼……

上帝为世界留下了这位怪才；法兰西很不幸，迎来了这位瘟神。

此后，约翰·罗在荷兰等国家流窜，流窜过程是很幸福的，一个英国逃犯居然混成了英国外交使节秘书。当然，他还有更重要的工作——赌博，有这么好的手艺，赌场如同提款机，流窜生涯绝无囊中羞涩之痛。

如果仅此而已，那么约翰·罗最多是历史长河中的一个泡沫，没有人能记得这位花花公子、杀人犯、越狱犯、赌王……

约翰·罗终究让世界记住了他，因为在赌博之余，这位赌王还经常思考货币金融问题，尤其是认真研究了一下当时欧洲规模最大的公有银行——阿姆斯特丹银行。

对于这种天才级别的人物来说，赌场、外交、花天酒地肯定不承载人生理想，他这辈子要做的就是改变世界！仅仅数年后，约翰·罗就厌烦了这种流光溢彩的生活，放弃了光荣的大英帝国公务员职位，流窜回了老家爱丁堡，开始了默默无闻的学术研究生涯，并于1705年在爱丁堡出版了超级畅销书《论货币和贸易》。

当时的欧洲连商业银行体系都不健全，更不用说金融监管、中央银行等一系列制度设计了。读完这本书，我不由慨叹：当代金融体系及其规制简直就是在约翰·罗的设计下完成的。此书出版之后300多年，不断有人复述他的学术思想，他有两个著名的粉丝，一个几乎与他同时代，名字叫亚当·斯密；另一个则在200年后才出生，名字叫约翰·梅纳德·凯恩斯。

——众所周知，亚当·斯密被称为“古典经济学之父”，他在《国富论》中将约翰·罗视为老师，引用了很多来自《论货币和贸易》的文字，最核心的观点之一是“纸币可以使金币、银币这种‘通衢大道’化为良好的牧场和稻田，从而大大增加土地和劳动的年产品”。

——凯恩斯则被誉为“当代经济学之父”，与亚当·斯密相比，凯恩斯对约翰·罗的臣服更为彻底，他一生都在诠释约翰·罗的经济学思想，他那本传世之作就是在模仿自己的偶像约翰·罗，叫作《就业、利息与货币通论》，是当代经济学大厦奠基之作。凯恩斯的这本书几乎是约翰·罗作品的盗版，两本书的命运不同，不过是因为约翰·罗和凯恩斯处在不同的时代——凯恩斯遇到了想花钱的美国政府（实施罗斯福新政）。

1919年，经济学家熊彼特看完《论货币和贸易》之后掩卷长叹：“约翰·罗的金融理论足以使他在任何时候都跻身于一流货币经济学

家之列。”

约翰·罗的经济学说体系并没有过多地受流行观点影响，所谓“流行观点”即重商主义。《论货币和贸易》开宗明义，直接将商品价值归结为供需不平衡，约翰·罗断言，商品价值的大小“取决于相对于需求的商品数量的多寡”。例如，水与钻石，水遍地都是，钻石却极为稀有，所以，后者的价格在市场上要远高于前者，是稀缺而不是使用价值导致了价格差异。

当代经济学的基础是从供需入手讨论商品价格，这粒经济学的种子是约翰·罗在《论货币和贸易》中埋下的。

接下来，约翰·罗转入正题，开始讨论货币供给问题。

17世纪的西欧是重商主义最流行的时代，在重商主义者眼中，货币就等同于金银，金银也是财富的唯一表现形式，贸易则是财富之源，所以这个流派才被命名为“重商主义”。

约翰·罗是重商主义的突破者和终结者，《论货币和贸易》的核心观点是：并非只有黄金和白银才可以作为货币，国家信誉也可以成为货币，而且在缺乏贵金属储备的情况下，国家可以通过银行体系增发货币。

在只有黄金和白银才能作为货币的时代，突破现实直接凭空构造一个信用货币体系，这些观点无疑是惊世骇俗的。

在约翰·罗看来，一国经济能否繁荣，核心在于保持国内货币供应充足，尽管货币本身并非财富，但只有充裕的货币供应才能保证经济顺畅运行。如果可以提高货币发行量，就可以刺激就业、改良土地、发展贸易和制造业，也有利于提高国家维持国内秩序、抵御外敌的能力。但是，贵金属的数量是有限的，铸造非足值货币又会降低货币信誉，所以，国家的最优选择便是发行纸币，他提出：利用银行来增加货币，是迄今所采用的最好的方法。

既然货币如此重要，就应该多发货币。

怎样才能让货币多起来呢？

答案很简单，国家印纸币，用纸币替代金银！

在约翰·罗看来，纸币才是最有效率的货币：金银会被磨损，纸币不会；金银很重，纸币很轻……

最重要的是，金银作为货币一定会受到贵金属数量的限制，不可能增发，金银是国民经济“金属的桎梏”。要想让经济增长，必须用货币刺激，要想实施货币刺激，大概也只能采取纸币的模式了。

增发纸币必须改造银行，当然，银行发行货币必须要有储备，约翰·罗看中的储备并非金银，而是土地。

在约翰·罗看来，金银不过是一种金属而已，除了可以用来炫富，没什么实际价值。与金银相比，土地不会增减，用途也很固定，是最可靠的货币储备。以上是约翰·罗的解释，看起来很有道理，其实还有一个更重要的原因：以土地作为货币储备可以扩大发行量，而贵金属储备一定会受到限制。

更为神奇的是，约翰·罗在此时提出了一个金融机构“顺周期”问题：银行实行信贷扩张政策，可以使国民经济具有更大的活力。如果以土地作为储备设立银行，再以全国土地为担保发行纸币，就可以在很大程度上扩大纸币发行量，进而使经济得到刺激，使出口得以扩大，这样金银便会流入国内，国家就会以纸币收兑金银。如此反复循环，一国经济将走向持久的繁荣！

约翰·罗是一位金融学天才，在金属货币时代就看到了货币扩张对经济的刺激。但是，他所有的论述都没有提及一个关键的问题：国家一旦掌握了货币发行权，就不仅可以为了刺激经济而发行纸币，还可以为弥补自身亏空而滥发货币。

也就是说，约翰·罗让人们看到了硬币的一面，却没有展示另外一面——如果国家控制了货币发行权，那么超发货币怎么办？

我们不愿意过于苛责这位怪才，不过，对此我还有另一种猜测：约翰·罗是个奇才，他早就已经看到硬币的另一面，就是不愿意说出来，因为他自己选择了这么做。

约翰·罗寄希望于在自己的家乡苏格兰建立一家银行，但是苏格兰议会否定了这一提议。后来，约翰·罗再次离开故乡，在欧洲大陆流窜，最终遇到了识货的路易十五。

当时，路易十五最缺的就是钱，最想要的就是钱，约翰·罗的那套玩意儿就是能无限制供给货币——他就是印钱的！二人一拍即合，约翰·罗荣任法兰西银行行长，也终于惹出了一场滔天大祸——密西西比泡沫。

从此，约翰·罗在世界历史上被定性为大骗子，鉴于大名鼎鼎的密西西比泡沫过于臭名昭著，以至约翰·罗的经济学思想在法国长期被视为洪水猛兽。无论后人是否喜欢约翰·罗本人，他的思想都已不可抹杀。还是让我们以马克思的评价来为约翰·罗盖棺定论吧：既是骗子，又是预言家。

或者，约翰·罗不应该生在17世纪吧。

---

[1] 1英尺＝0.3048米。——编者注

密西西比泡沫：梦里不知身是客

英格兰银行从创立到成为央行，不知经历了多少场龙争虎斗，可谓命运多舛。反观法国，有了约翰·罗作为掌门人，法兰西银行根本没有遇到任何强劲的敌手。

与南海泡沫不同，密西西比泡沫是约翰·罗的个人杰作，他以一己之力把法国乃至欧洲搅了个天翻地覆。

约翰·罗是赌王，其人生转折就发生在赌场，在这里，他遇到了自己的伯乐——法国摄政王奥尔良公爵。摄政王虽然来赌钱，但最缺的也是钱，按照《论货币和贸易》的观点，约翰·罗最擅长的就是给王室带来充足的现金流。于是，约翰·罗立刻成了摄政王的座上宾，从苏格兰隐士一跃成为法国政坛红极一时的新星。

1715年，法国摄政王奥尔良公爵启用赌友约翰·罗，将其任命为财政大臣。随后，1716年，法国政府特许约翰·罗在巴黎成立通用银行，这也是一家股份制银行，具有王室授予的特许货币发行权，所发行的银行券可以兑换硬币，可以用来缴纳赋税。与英格兰银行类似，通用银行也为取得特许权付出了代价，约翰·罗同意每年向法国王室支付5300万里弗尔。

客观地说，最初几年，通用银行经营状况良好，成立之初以1：1.2的比例兑换国债，支持工商业发展，缓解王室财政困境，为经济发展创造了一个相对平稳的税收环境。如果事情就此打住，约翰·罗就不是约翰·罗了，以他轻佻躁动的性格，他不可能就此止步。行文至此，我似乎看到一场悲剧正在上演……

1717年，约翰·罗雄心勃勃地向法国王室提出“密西西比计划”，要求开发密西西比（现在是美国西部的一个州）。据说，那是一片遍地黄金的土地，用小刀和镜子就能从原住民手里换来黄金和宝石——这将是怎样的传奇！

当年8月，密西西比公司成立，并获得密西西比河流域法国贸易特许权、加拿大皮货贸易垄断权，公司每股售价500里弗尔。

1718年12月，通用银行被国有化，更名为皇家银行，约翰·罗担任行长。1719年，约翰·罗买下了法国皇家造币厂，皇家银行纸币成为法国法定货币。同年，密西西比公司和法属东印度公司合并为法属印度公司，垄断了法国所有的欧洲以外的海外贸易。

大干一场的所有条件都齐了，一场危机即将在法国上演！

按照约翰·罗的理论，最好的银行储备是土地，与贵金属相比，土地供应量要大得多。但是，在某个固定的时点，国内土地供应（或者说约翰·罗控制的土地面积）又极为有限，不足以作为货币发行储备，必须另找其他途径。

发行货币必须有足够的储备，即使没有储备，也可以臆造一个，比如股票。传闻他的肖像被这样注释：他以借据作为计量黄金的工具。这里所说的“借据”并不准确，约翰·罗发行货币的储备是法属印度公司股票，是一种股权。

法属印度公司发行5万股股票，每股面值500里弗尔，仍旧可以用国债购买。很快印度公司被赋予税收代理权、铸币权等新的特许权，可以这样说，法属印度公司在很大程度上行使着法国财政部和央行的权力。

提醒一下，此时的约翰·罗的法属印度公司并不完全是骗子，股票的背后绝对是国家信誉！如果美国把财政部、美联储上市，市场焉能不为之疯狂？

自此，法属印度公司股票一票难求，拿到了法属印度公司股票就等于拿到了真金白银。各种消息不胫而走，有人说，约翰·罗家附近的一个鞋匠每天为前来购买股票的人提供纸笔，每天能赚200里弗尔；有人说，一个驼子把后背出租给投机者当书桌，也收益不菲；甚至有人说，摄政王找不到人陪伴自己的公主，因为贵妇人都跑到约翰·罗家去买股票了。

实际情况是，法属印度公司开盘价格从不足1000里弗尔一路飙升到超过2万里弗尔——这是怎样一种令人疯狂的收益！300%的利润就面临上绞刑架的危险了，成千上万倍的利润，绞刑架能拦住蜂拥而至的人们

吗？

玄幻的泡沫中，如果你告诉人们真相，非但没有人会相信，人们还会把你当作疯子。泡沫虽玄幻，却能拿到真实的收益，如此这般，世界岂能不疯狂？

梦里不知身是客，一晌贪欢！

法属印度公司股票不断升值，这给了约翰·罗充分的资金来源和信心。在约翰·罗的主导下，法属印度公司在1719年9月—12月增发30万股，每股面值5000里弗尔，资金用途是偿还国债。为了配合法属印度公司发行新股，皇家银行发行15亿里弗尔纸币。鉴于法属印度公司在密西西比购买了很多土地，那里有丰富的金矿资源，在获得募股资金后，法属印度公司的收益将成倍上升。

以上内容，除了货币印刷数量和股票发行数量是真实的，盈利前景纯属虚构。从金融市场诞生起，就总有人把它当作一个靠概念吃饭的地方。这没什么可怕的，唯有如此才可以最大限度地发挥人类想象力，或者最大限度地展现人类的贪婪，或者把梦想变为现实。密西西比泡沫和南海泡沫中展现的便是贪婪、没有梦想，1719年下半年，整个市场陷入了疯狂，上涨不以交易日计算，而是以小时甚至分钟来计算。

否极泰来，物极必反。即使人们对所谓密西西比黄金充满了信心，股价也不可能无限上涨，所有泡沫都有破灭的那一天。泡沫被打破往往源自一个毫不起眼的事件，这样的偶然事件早晚都会出现。

1720年1月，法国政坛红人孔代亲王希望以低价买入一批法属印度公司股票，同时希望介入印度公司经营。说白了，亲王阁下想空手套白狼，白白取得一笔巨大的财富。约翰·罗还是有点儿追求的，这一无理要求当然被拒绝。

匹夫买不到股票，只能以头抢地尔，亲王之怒还是有一定威力的。为了让约翰·罗难堪，孔代亲王弄来三车（四轮马车）纸币，要求约翰·罗兑付黄金。几车银行券对皇家银行来说不算什么，就算再多一些也一定能兑付，仅仅一个孤立事件远远不能冲垮皇家银行和法属印度公司。但是，这件事以最刺目的方式提醒世人：纸币和股票毕竟不是金银，真这么值钱？

精明的先知先觉者开始兑换黄金，并逐步将之转移为窖藏。随之，一些“谣言”（似乎不是谣言）开始流传：密西西比流域并没有发现金矿，约翰·罗所说的黄金神话不过是一些骗人的故事。

风起于青蘋之末，仅一个月之内，法属印度公司的股价就从2万里弗尔跌到了1万里弗尔，而且是在约翰·罗开始回购股票的情况下才稳住的。

处置危机的关键在于稳定市场信心，信心可鼓不可泄，真谛或许并不在于告诉公众多少信息，而在于让公众相信什么！后面我们会陆续看到，为了稳定市场，美联储这些权威机构不惜以春秋笔法发布信息，所言信息模棱两可，它们到底在说什么只能靠猜。

跟南海泡沫一样，密西西比危机最初同样没有传说中那么惨烈，不恰当的处置方式扩大了损失。1720年5月，法国国务会议估算全法流通的纸币为26亿里弗尔，皇家银行只有一半的储备。

很多人把这个数据作为皇家银行应该破产的根据，我却要说，一半储备已经非常高了！如果以巴塞尔委员会的标准计算，即使按最保守的估计，皇家银行的资本充足率也是50%，比《巴塞尔协议》规定高5倍多，肯定能够保证兑付。

法国王室以及约翰·罗的应对措施却与危机救亡常识相反——堵而非疏：彻底禁绝金银流通，只有纸币才是法定货币；任何拥有超过500里弗尔的金银的人，都将被处以高额罚款；谁传播法属印度公司的“谣言”，谁就要被抓起来送到新奥尔良……更离谱的是，法国国务会议出台了一个非常荒谬的法令：将纸币贬值一半。现在看来，法国国务会议的意思是，既然皇家银行黄金储备能够足额兑付一半银行券，纸币只要贬值一半就可以应付所有问题。

大错特错，一旦公众察觉皇家银行心虚，皇家银行便会无限释放风险，从此再无任何缓冲余地。这个离谱的法令直接导致了法属印度公司股价的崩盘，7天后，法国王室不得不宣布法令作废，此时，法属印度公司股票已经掉到了1000里弗尔以下。

与南海泡沫一样，密西西比泡沫的结果并不是灾难性的，直到1721年9月，也不过跌回1719年5月的水平，约翰·罗设计的这个融资体系还是有可能支撑下去的。然而，王室背叛了这位经济学先贤，法国王室在

走出一步臭棋之后又走了一步臭棋，免去了约翰·罗的财政大臣职务，将之一脚踢出内阁；1721年10月，摄政王又宣布废止纸币流通，剥夺了法属印度公司一切特许权。

这场错误的根本，还是约翰·罗背叛了自己的金融准则——如果一个银行家没有必要的基金支持自己发行的纸币，他就只有死路一条。可以这样猜测，约翰·罗的想法是通过皇家银行发行纸币解决财政危机，再通过卖出法属印度公司股票回购货币，这样，流通的货币就不会增多，也就不会有通货膨胀。

这种操作当代也有，美联储及各国央行通过回购国债来收回流动性（反之同理），约翰·罗则通过回购股票来收回流动性。同样是回购，国债和股票两者差别大吗？

还是有很大区别的，国债具备国家信誉，收益率波动局限在小范围之内；任何一只股票的发行限额都远低于国债，波动空间反而远大于国债，一旦被理所应当地视为货币储备，悲剧就注定会发生。因为，这样的股票只有上涨一条途径，唯有上涨才能发行更多货币，最终只能成为泡沫。

烜赫一时的法兰西皇家银行在一片喧嚣中关门大吉，法国失去了第一代金融体系，走向日不落帝国的大门也被永远关闭。

金融第二定理：拯救比惩罚更重要

三十年战争、八十年战争、百年战争……无数次欧洲大战；西班牙、葡萄牙、荷兰……大航海时代的国家先后登场，又先后折戟沉沙。军事、外交、技术、制度、文化……第一轮世界性大国争霸，胜负手究竟是什么？

想象一下，西班牙、葡萄牙、荷兰早在16世纪就几乎占领了整个广袤的美洲大陆，是怎样的剑法与武功，又是怎样的力量让如此强大的帝国于随后的百年里在世界舞台上销声匿迹？

大航海之后，英法登上历史的舞台，身处世界旋涡的中心，谁能率先击溃对手，谁就可以在新一轮世界霸主之争中登顶，不仅西欧，其他很多地方都会臣服在它脚下。为此，英法在欧洲各国之间合纵连横，外交、战争、宫廷阴谋……为打倒对手无所不用其极。这盘残局有定式吗？

站在历史的断层无法遥望未来，就当时的条件而言，这个问题应该是有标准答案的。18世纪初，英法两国国力并非在伯仲之间，而是法国远胜于英国，只是英国后来在一次次对法战争中胜利，最终才取得绝对优势。

——从人口总量来看，1700年英国只有894万在册人口，法国的这一数字为1930万，要知道，在那个时代，人口才是衡量一国国力最有效的指标。

——按GDP数据，1688年英国为6418万英镑，而法国为12159万英镑，几乎是英国的两倍；尽管英国人均GDP高于法国，但一国在国际舞台扮演怎样的角色，能否引领产业革命，很大程度上要依靠更大的人口基数。道理很简单，有一定的人口基数才会有足够大的市场。即使在当代，在公认衡量一国国力的克莱因公式中，领土和人口总数也是最重要的因子之一。

——从产业结构来看，英国支柱产业是棉纺织业、造船，而法国的

冶炼、丝制成品、农业则高于英国。

——从最关键的军事实力来看，法国路易十四麾下常备军40万人，英国只有不到10万人，如果双方倾其所有来一场豪赌，那么怎么看英国好像都没什么赢面。

诡异的历史却在同一时间给了英法两国一场同样的金融危机——南海泡沫与密西西比泡沫。危机之后英法两国对金融业采取了截然不同的态度，也就有了完全不同的结果。

没有人想到，大国争霸的胜负手居然是金融！

此后，两国的表现截然不同，英国迅速走上了工业革命的道路，法国则在近百年的时间里处于停滞状态，甚至落后于德国。有文献如此评价当时的情况：法国在一个世纪里完成的变化，在许多方面还不如德国1871年后40年间所经历的变化彻底。

南海泡沫和密西西比泡沫分别是18世纪初发生在英国和法国的金融灾难，南海公司、法兰西皇家银行并无太多不同，双方都以为王室整理债务为代价获得特许权，又都以公司股票为筹码回购国债，进而整理王室债务。然而，英法两国关于泡沫破灭后的处置方式却迥然相异。

法国暴风骤雨般关闭了法属印度公司和皇家银行，对市场暴跌采取视而不见的策略，权贵阶层对约翰·罗采取仇视态度，认为约翰·罗是一个纯粹的骗子，正是这个骗子导致了法国经济崩溃，认为怎么惩罚约翰·罗都不为过，最后将其驱逐出境。

与法国相比，英国没有直接关闭南海公司；而且此后南海公司存在了很长时间。英国王室采取了一系列手段暂时平息事态：对股价进行一定程度的保护，由国王出任南海公司董事长，仍旧赋予南海公司南美贸易的垄断权……

英国这样做只有一个目标——让南海公司活下来，大概这也出乎很多人的意料。这是危机处置中比较合理的答案，只要南海公司活下来，就能为危机处置留出足够的空间，只要南海公司活下来，就留住了资金运转通道，经济就不会停摆。

关于“大而不能倒”是否违反市场原则，各方有过很多争论。市场原教旨主义者认为，即使是大型金融机构，资不抵债也意味着没有资本金。市场化运作怎么能允许一个没有资本金的公司存在？这不是赤裸裸地违反市场原则吗？

谁说市场就一定是对的？危机就是市场造成的，处置危机却坚决不能依靠市场，用市场的方法处置危机只会循环式下跌，以怨报怨，危机会越来越沉重。唯有以德报怨，所谓“大而不能倒”，要的就是“不能倒”！

只要机构还在，所有债权就未悬空，就不可能形成连锁反应。相反，如果捅破这层窗户纸，多米诺骨牌就会立刻倒下来，没有人知道会波及哪个层面。从近代开始，大型金融机构的业务触角已经渗入社会生活的方方面面，一旦大型金融机构倒下，社会经济秩序就会被打乱，完全推倒重来将导致整个经济停摆，损失无论怎么说都不为过。

全世界任何一个地方、任何一个行业都不可能完全遵循市场化准则，否则将导致霍布斯丛林出现。正因为这样，所有国家的金融市场准入都是非常严格的，自我标榜市场化的美国就是金融监管最严格的国家，没有之一。为何？被危机搞怕了。所有监管准则大变革都诞生于对危机的反思，管理者也会在危机之后出台一系列法令，对金融进行越来越严格的限制。

英国对南海泡沫的反思创造了“大而不能倒”的概念，此后，从1929年大萧条到2008年全球金融海啸，“大而不能倒”成为危机救亡的金科玉律。2007年次贷危机，美国轻信了货币学派，想反其道而行之——“大也可以倒”，于是，雷曼兄弟、贝尔斯登等巨无霸的倒闭让美国吃尽了苦头，最终，美国只能选择将这些金融机构国有化。

从救亡措施来说，没有绝对的对与错，唯一目标是降低损失，维持社会“信用”正常运转。金融是经营信用的行业，金融危机一定代表着信用破产，恢复市场信用是一件极其艰难的事情，有时候甚至需要暂时容忍罪恶，不能快意恩仇，比如当时的南海公司救亡。

关于如何处置南海公司，身处其中的英国人也有过很长时间的争论。面对巨额损失，不是所有人都同意救助南海公司，议院议员分为“复仇派”和“救亡派”。救亡派的观点比较缓和，主张救助南海公司，复仇派

完全反其道而行之。1720年12月8日，下议院很多议员用激烈的言辞表示必须对南海公司所有董事进行清算，而以国王为首的救亡派头脑还算清醒，明确提出当务之急是以最有效和迅速的措施恢复国家信用。

关键时刻，南海公司司库带着关键证据出逃英格兰，搞得复仇派有冤无处诉，根本找不到证据指证南海公司诸董事。另外，还有一种观点认为，根本就是以王室为首的救亡派故意放跑了这位司库，让秘密永远被淹没。

后人这样猜测：以国王为首的救亡派坚持让南海公司生存下来，最重要的原因不是“大而不能倒”，而是南海公司股票最大的用途是置换王室债务。股票持有者原本是王室债权人，一旦南海公司清算，不但意味着投资者血本无归，而且意味着王室违约；更有甚者，上议院很多议员本身就是南海公司股东，即使保留下来的南海公司股票一文不值，也胜过血本无归。无论何种原因，救亡派反复强调的“拯救比惩罚更重要”最终都获得了支持，并在上议院获得了多数票。

无论出于什么目的，王室拿不到钱的同时普通投资者也拿不到钱，所以，救亡派的主张是对的。

任何情况下，为金融危机善后的目标都是解决问题，不是泄愤。如果被情绪而不是理性主宰了行动，那么必将给社会经济秩序带来更大冲击。复仇如果将给社会福利带来巨大损失，就是更大的错误。留下希望，可以稳定社会预期，哪怕最虚无的希望也能稳定市场情绪。所以，任何时候危机处置原则都一样——以时间换空间，多拖延一些时间，危机就可能会有更好的结果。

在救亡派的斡旋之下，1721年8月，英国议会通过《恢复公共信用法》，坚持南海公司必须维持运转，其股票依旧可以与国债相互转换，只是股价降低而已。从结果来看，一方面，议院通过《恢复公共信用法》的目标是拯救南海公司，维持一份名义上的财富；另一方面，只有南海公司得以存活、股票交易得以继续，王室的信用和市场信誉才能继续存在。

道理其实很简单：就算英国的处置方式不能减少损失，产生损失的过程也至少被拉长到30～50年之内，巨大的损失被摊销到每一年也就不那么刺目了。

让我们再来看看法国的处理方式——驱逐约翰·罗。让危机在一瞬间爆发，所有损失都由当期来承担，所有损失都要从本期资产中扣除，这将是怎样一种惨烈的境况？泡沫破灭的时候，纸币面值持续下降，经济一片萧条，整个国家的财富在瞬间蒸发。

可能密西西比泡沫给法国留下的伤痛实在太惨烈了，最重要的问题并不在于密西西比危机消耗了法国多少财富，而在于危机给整个民族留下了阴影。从此，法国人对金融体系与股份制心怀恐惧，认为这些都是洪水猛兽。

为了禁止国民参与股票投机，法国王室颁布法律，对股份公司的创立进行了严格限制。大家都知道，工业革命之所以能爆发，就是因为股份制分散了投资人风险。非但如此，法国还禁绝了现代银行业，杜绝了货币创造，始终使用铸币，直到拿破仑时期，国家银行才被提上议事日程。丧失了金融业，丧失了股份制，法国已经注定在即将到来的工业革命中被英国甩在后面。等到拿破仑留意银行的时候，106年已经过去，世界已经是英国的世界。

更糟糕的是，拿破仑虽然建立了法兰西银行，但与英格兰银行控制在商人手中不同，法兰西帝国对银行体系的控制力极为强大，自始至终法兰西银行最大业务品种始终是拿破仑的王室贷款。即使后期成立了土地银行、贴现银行等，法国银行业在资金投向上也偏重于政府、土地和海外投资，货币体系以铸币为主，工商业并未形成真正的信贷市场，多以非正规高利贷融资为主。

——在任何时代，金融都是资金魔术师，原本需要几年、几十年、上百年才能实现的财富积累，短短几天内就可以完成。有了资金便可以建立企业、更新设备、创造新的生产流程，更重要的是抢先一步占领市场，进而获得更多财富。

——在任何故事中，金融业都是财富江湖上的乾坤大挪移，所谓有效资源配置不过是把资源集中在最有效率的地方，产出也就随之倍增，一个人、一个企业、一个国家的命运就此改变。

由此，我们提出本书中的金融第二定理，也可以被称为时空穿越定理：金融是人世间唯一可以穿越时空的行业，可以让人借到未来的钱，

也可以让未来还现在的钱。借到未来的钱，小则可以买房，大则可以让一个国家站在世界之巅；让未来还现在的钱，就是金融危机处置，唯一的方法只有把损失平摊到未来去慢慢消化，让时间熨平创伤。

走出洪荒的前夕，英国与法国曾在历史的十字路口徘徊，最终法国输给了英国。无他，唯金融尔，再强大的生产能力都不过是点滴积累的结果，如何能比得上让一人、一企业、一国拥有未来的金融魔法瞬间？

法国与金融失之交臂，也失去了与英国较量的机会，这一切，也许并不完全是约翰·罗的罪过。约翰·罗的墓志铭这样写着：

……

这里长眠着那个著名的苏格兰人，

他的计算技巧无人匹敌，

他用简单的代数规则，

把法国变得一贫如洗

……

工业革命必须等待金融革命

阿基米德说过："给我一个支点，我可以撬动地球。"宇宙中未必存在阿基米德需要的支点，人类社会前进的路程中却真实存在着一个支点——金融。在即将走出蒙昧的时刻，金融撬动了世界。

16世纪，英国曾经击溃西班牙无敌舰队，随后国家便陷入王室与议会纷争、革命党人与王室战争不断的境况，国力羸弱不堪。17世纪，斯图亚特王朝复辟给英国国运带来了毁灭性的打击。为了一己之私，斯图亚特王朝把英国绑架为法国的盟友，为敌人献上了一束娇艳的玫瑰。查理二世居然以20万英镑的价格把欧洲大陆最后一个据点——敦刻尔克卖给了法国国王路易十四。时人有如此评论：在世界各国的眼中，英国只不过是一个毫不起眼的民族，因而无足轻重。

这样一个大西洋上狭小的国家却终究拿到了摩登时代的门票，成为第一代世界性大国。仅仅在数年之后英国就取得了西班牙王位继承战争的胜利，迫使法国在欧洲大陆完全采取守势，随后抢夺了西班牙、法国在北美和印度的殖民地，成为首屈一指的世界性大国、真正的日不落帝国。

英国华丽转身，究竟是为什么？

有人说光荣革命是英国崛起的起点，正是由于光荣革命奠定了制度基础，大不列颠及北爱尔兰联合王国才有了后来的辉煌。有人说是资本主义生产方式改变了英国国运，开天辟地的工业革命把英国送入了摩登时代。

如果这些是现实，那么我不禁要问：法国同样发生了资产阶级大革命，全球公认法国大革命比英国更彻底，为何资本主义生产方式在英国就能发挥最大效力？为何工业革命偏偏发生在英国？

一项制度，从奠基、建设到在经济生活中发挥作用，没十几年、几十年根本解决不了问题，一代人只能办一代人的事情。从光荣革命到工业革命不过短短几十年时间，不可能让一个羸弱的国家一跃成为统领世

界的大国。

如果光荣革命不是推动的原力，那么把英国推上日不落巅峰的原力又是什么？

——诉及英国工业革命之时，教科书给出的标准答案提到了如下几个因素：雄厚的资本和丰富的货币流通，圈地运动使大批农民成为可以雇用的劳动力，工厂技术的积累使得机器发明成为可能。

——西方经济学以实证的方式诠释了当时的史实，主流文献认为，真正把人类载入工业革命时代的是金融革命。著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主约翰·希克斯曾经系统地表述过一个观点：工业革命不得不等候金融革命，正因为有了来自金融业的货币资源，工业革命才在英国爆发。

一国成长为世界性大国，绝非王室筹资能力一己之功，更重要的是，以英格兰银行为代表的当代金融制度的确立，刺激了资金流向实体经济的过程，这才有了工业革命。真是这样吗？

资产阶级革命树立了更适合社会大分工的生产关系，从而解放了生产力。解放生产力，具体来说就是依靠金融业实现资源有效配置，把钱送给能赚钱的人。否则，英法同样具备先进的生产关系，谁能给生产体系带来钱，谁就能率先在生产力方面做出改变。

——经济史学家沃尔特·惠特曼·罗斯托在《经济增长的阶段》中提出，任何一个国家，要想经济起飞，投资率都要上升到10%以上，否则不可能实现经济起飞，工业革命不可能例外。一个事实是，工业革命期间英国银行业数量同样剧增，没有这些银行的出现，很难想象工业革命会如火如荼地在英国爆发。

——金德尔伯格在《西欧金融史》中对英国银行体系大加称赞，指出金融革命在社会经济发展中发挥了重要作用，银行是工业革命期间制造业融资的主要渠道。为何突然之间英国银行会如雨后春笋般多了起来？金德尔伯格没有明确解释，只是援引了一位经济学家的评论，大意是如果国家不能履行提供货币的职责，那么经济体会自行提供，但二者意义不同。二者之间有一个重要的区别，国家创造货币具备国家信誉，经济体自行创造货币则以经济体自身信誉为担保，英格兰银行便是信誉集大成者。

英国崛起的制度性因素是资本主义生产方式，技术因素是工业革命，最直接的原因还是有了足够的货币资金。如果说工业革命是人类进入摩登时代的分水岭，那么金融是人类进入摩登时代的门票。有了机械动力，天堑可以变为坦途；有了足够的钱，才能点燃轰鸣而响的蒸汽机，蒸汽机里燃烧的绝不仅仅是煤炭……

有了金融，才有了摩登时代；

有了金融，蒸汽机才能永不眠；

有了金融，英国才能战胜宿敌法国，成为冉冉升起的日不落帝国。

反观拿了一手好牌却打得稀烂的法国，即使在工业革命发生后的几十年里，法国国库收入仍旧比英国多50%，有的年份甚至是英国的二倍。很遗憾，此时罗马时代史诗般恢宏的战争已经不再是大国博弈的决定性因素，而是日渐增加的金融技巧。

开战的一瞬间，谁能集中更多资源、动用更多资金，谁就是最后的胜者。从英格兰银行出现之日起，融资手段层出不穷，比如贴现债券、彩票债券、年金，英格兰银行成为英国的“最后一张王牌”，却成为法国的梦魇。在国力尚弱的情况下，英国能反复击溃法国，依靠的就是以英格兰银行为首的现代银行体系。

相比之下，由于缺乏高效的融资体系，法国应对财政困境的主要方法还是直接征税。密西西比泡沫之后，整个法国国债总额始终处于一个不断下降的过程，有人估计，18世纪大部分时间（1716—1771年），法国国债总额下降约1/3左右，相反，英国国债从光荣革命时期的人均3英镑增加到美国独立战争时期（1775—1783年）的人均30英镑。

18世纪还有两场重要的战争，奥地利王位继承战争（1740—1748年）和七年战争（1756—1763年），从大国争霸的角度来看，所有西方世界强国全部卷入了这两场战争，对于欧洲来说，其历史意义丝毫不亚于两次世界大战——两次世界大战把美国塑造成霸主，这两次战争则塑造了日不落帝国英国。

在这两场战争中，法国没占到一点儿便宜，英国反而靠这段时期的积累奠定了第一代世界强国的地位。英国几乎抢占了法国在北美、印度的全部殖民地，加拿大落入英国彀中，印度除了5个小镇全部沦为英国

的囊中之物。

英国著名历史学家J.格林将七年战争视为英国国运最彻底的转折点：英国此后不再仅仅是一个欧洲强国，不再仅仅是德国、俄国或法国的对手而已……英国突然高耸于其他欧洲国家之上，这些国家的位置注定它们在以后的世界历史上处于无足轻重的竞争地位。

在以英格兰银行为首的一系列金融机构（包括南海公司、英国东印度公司）的支撑之下，英国的筹资能力、应急能力变得无比强大，就连新大陆13块殖民地独立也未对其产生实质性影响。相反，新大陆独立后，美国人对西班牙在北美的势力进行了毁灭性打击，致使西班牙彻底退出了一流大国的竞技舞台。

大国争霸，得金融者胜！

第5章 非著名金融学家：牛顿

天降牛顿

金银天生非货币，货币天生是金银。

尽管自古以来黄金在中西方都是最佳币材之一，但真正把黄金捧上货币神坛的人叫艾萨克·牛顿（1643—1727年）。他规定：纯度为90%的黄金每盎司价值3英镑17先令10便士。

这个牛顿就是大家所熟知的那个牛顿，就是那个被苹果砸中脑袋，研究出万有引力的科学家，全人类都知道他的人生名片：经典物理学奠基人、微积分奠基人，《自然哲学的数学原理》《光学》作者……

在历史上最伟大的物理学家中，只有牛顿跨界混入金融圈，还混出偌大名头。牛顿后半生的正式职业不是科学家，不是剑桥大学教授，而是金融官僚。一位如此伟大的科学家，居然有几十年身在金融业，历任英国皇家造币厂总监（1696—1699年）、厂长（1699—1721年）。看起来金融界真可谓人才辈出，居然还有这样一位经典物理学奠基人做前辈。

关于牛顿，让我们从头说起：

1642年的圣诞节[1]，英格兰林肯郡伍尔索普的一个自耕农家中出生了一个婴儿，他就是牛顿。因为生于圣诞节，牛顿极其自信，一生都相信自己是“被上帝选中的那个人”。牛顿是不是被上帝选中的，我不知道，我只知道牛顿是个不幸的孩子：他出生前三个月父亲便去世了，他又是早产儿，生下来的时候只有3磅[2]重，也就是说不足3斤[3]。当时他的家人都认为这个孩子活不下来，就算拥有当代医学手段，不足3斤的婴儿成活率也不高。

牛顿终于还是活了下来，接下来的日子仍然是不幸的，3岁的时候母亲改嫁，6岁时继父去世，小牛顿是跟着文化程度不高的姥姥长大

的。

在这样的环境中长大，怎么看牛顿都不可能成为一个伟大的科学家或者金融家。稍微长大了一些，这位后来的伟人经常成为校园霸凌的主角，多数情况下是被霸凌，偶尔也霸凌别人，功课就不用说了，差得一塌糊涂。由此，母亲对牛顿最大的期望是做一名合格的农夫！

带着让牛顿成为农夫的理想，1659年母亲让牛顿回家，牛顿正式成为失学少年。失去了才知道宝贵，这段时间牛顿开始展现出一个大科学家应有的天赋——未来的农夫根本无心干活，每天只看书。

母亲不可能预测眼前这个孩子对人类历史的重要性，她只觉得对儿子越来越失望，这位伟大的人物在母亲眼中成了一个废物。后来，舅父发现这位不靠谱的农夫对数学问题有着异乎寻常的兴趣，在他力主下牛顿才得以复学。母亲认为，反正废物儿子也不干农活，就由他去吧，反正家里不给学费！可怜的牛顿，靠半工半读（一说当宿舍管理员，一说牛顿先生在大学期间就开始放高利贷，展现了金融天赋）才熬过中学和大学。

牛顿的本科学历还是很牛的，就读于剑桥大学三一学院，师从数学家艾萨克·巴罗。据说牛顿在巴罗课上经常问一些不着调的问题，巴罗很烦，就给牛顿列了一个包括《几何原本》《无穷算术》《数学讲义》在内的很长的书单。事后牛顿果然不再来烦巴罗，可以这样说，牛顿的数学课程大部分是靠自学完成的。

1664年，饱读数学专著的牛顿已经开始展现出数学天赋，大学毕业时被选为巴罗的助手，并在三一学院攻读研究生。光明的前途在向牛顿先生招手，谁知道，就在这时候又出了问题：那一年，伦敦鼠疫盛行，剑桥大学大批师生被遣散回家，牛顿就是其中之一，他又回家当了农夫。

再次返乡，牛顿已与当年的毛头小子不同，他的数学知识已经形成了体系，剩下的就是创造了！

返乡农民工牛顿还是不会干农活，最重要的工作就是发呆。闲居给了牛顿充分的思考时间，没有俗务，不必听候老师调遣，随心随性，可以说牛顿一生中绝大部分科学设想都是在这两年时间中开始构思的。在近两年的时间中，牛顿被苹果砸了脑袋，由此开始了“万有引力定律”研

究；开始创立微积分；分析出了光的构成……

1669年，瘟疫过去的时候，牛顿已经成为一名光芒四射的科学巨人，恩师巴罗主动退休，推荐不到30岁的牛顿接替自己成为剑桥大学的终身教授。

很遗憾，这位人类历史上伟大的科学家实在不太会做人，在剑桥大学也不受欢迎：为了争夺微积分的创立者的名头，牛顿先是雇用枪手，后来亲自上阵大骂戈特弗里德·威廉·莱布尼茨（另一位微积分创立者，一说莱布尼茨看了牛顿的一篇微积分手稿才发表了相关论文）。我们今天见到的微积分符号大多是莱布尼茨创立的，因为牛顿非常讨厌莱布尼茨，英国数学界直到牛顿去世后才逐步普及当代微积分的符号。

牛顿是一个记仇的人，这一点很重要，后来在牛顿担任造币厂厂长的时候显现得淋漓尽致。胡克是英国皇家学会的实验主管，在万有引力定律、光学等领域与牛顿的研究有交叉，在牛顿还是后辈的时候，胡克曾经打压过牛顿。

牛顿报仇，20年也不晚。1703年，牛顿成为英国皇家学会会长，立刻下令抹掉了胡克在科学院的所有记录，包括胡克实验室、胡克图书馆和胡克本人的画像，甚至连胡克发明的科学仪器都被扔进了垃圾堆。更有甚者，牛顿那句“站在巨人的肩膀上”也是在骂胡克，胡克有驼背的毛病，身材矮小。所谓“站在巨人的肩膀上”，其本意是：万有引力定律是我牛顿创立的，跟矮子胡克没有任何关系。

这还不算，天才就是天才，所思所想必然超越时代。牛顿的话别人听不懂，牛顿的课别人听不懂，就连牛顿的书（比如《自然哲学的数学原理》）别人也看不懂。加上牛顿先生每天斗志昂扬，每天忙着灭这个、整那个，比如，格林尼治天文台台长、哈雷彗星的发现者哈雷。说起来，哈雷还是牛顿的学生，曾资助牛顿出版《自然哲学的数学原理》。这种为人处世的风格能在同事中受欢迎，那才是怪事。所以，牛顿在剑桥大学被完全孤立，正如同时代伟大作家伏尔泰的评价：牛顿的一生是天才的一生、战斗的一生，也是孤独的一生。

在三一学院，牛顿被孤立起来，为此他非常抑郁，几乎得了抑郁症。天才毕竟是天才，剑桥大学混不下去，还可以改行干别的，比如，金融。

---

[1] 按当时英国采用的历法，牛顿生于1642年圣诞节。——编者注

[2] 1磅≈0.4536千克。——编者注

[3] 1斤＝0.5千克。——编者注

炼金者

1696年，牛顿迎来了自己的人生转机，他的一位学生查尔斯·蒙塔古履新，荣任英格兰财政大臣，成为牛顿的伯乐。看来，人生际遇不一定看一个人有多大才能，还要看有多少际遇，能不能遇到伯乐。

牛顿在剑桥大学老师中虽然混得不怎么样，在学生中却是神一般的人物，蒙塔古是牛顿的学生之一，领教过这位科学巨匠的风采。听说这件事之后，为了帮助牛顿摆脱困境，蒙塔古在上任之后亲自写信给牛顿教授，许给他英国皇家造币厂总监职务——倒不是知道牛顿有金融才能，纯粹是为了给他找个既有钱又闲适的位置供消遣，以免这位伟大的科学家真的抑郁了。信中这样写道：

……

国王亲自答允我将您——牛顿先生——作为造币厂总监接任者的不二人选。我思来想去，这份工作实在是太适合您了，不仅属于造币厂最高长官之一，每年还有500～600英镑的丰厚收入。更重要的是，这个职位其实没有太多的事务需要处理，您可以随心所欲地打发闲暇时间，甚至保留您在三一学院的教职。

……

原本蒙塔古还以为牛顿会为此犹豫，没想到这正中牛顿先生下怀，接到信件牛顿没做丝毫停留，立刻赶赴新岗位。

造币厂总监本是一个闲差，伟大的牛顿先生愣是将其变成了位高权重的实职，在世界金融史上留下了浓墨重彩的一笔。这实在令人慨叹，牛者恒牛，人家就算改行做金融也足以青史留名，让我辈情何以堪！

你可能还记得，1696年威廉三世货币重铸，蒙塔古在焦头烂额的时候，多么希望有人能为他指点迷津啊。这个时候……

道法自然，

久藏玄冥；

天降牛顿，

币制自明[1]。

1696年5月2日，已经年过半百的牛顿毅然辞去了剑桥大学的教授职务，成为一名金融新锐，来到伦敦塔附近的英国皇家造币厂，古老的造币厂迎来了有史以来最伟大的一位领导——牛顿，以下是就职誓词：

……

你将宣誓你不向任何个人和团体，直接或间接地泄露或公布，关于圆形钱币以及制作钱币边缘文字、花纹的任何发明。

你若承诺，愿上帝保佑你。

……

你如果认为牛顿真是来混日子的，就大错特错了，牛顿后来创立了金本位，就算没有微积分和万有引力定律，他在金融圈的成就也能令自己名垂千古。没有谁能随随便便成功，一位世界顶尖的物理学家、数学家能胜任造币厂领导职务，肯定有原因。

牛顿的人生经历特别丰富，除了科学家和金融官员，牛顿还另有身份——很少有人知道，牛顿是一位狂热的炼金术大师。

关于炼金术，牛顿为后世留下了120多万字的亲笔手稿，对冶炼技术自然是门清路熟。没黄金都想凭空炼出黄金来，用黄金铸金币还不是小菜一碟？单纯从专业角度来看，牛顿完全胜任造币厂厂长一职。

原本造币厂总监就是一个闲差，造币厂具体事务由审计长负责（也可以理解为，在牛顿之前，造币厂最有实权的人物是审计长）。现在，既懂专业又敬业的牛顿先生来了，情况就完全不一样了。

调查研究是不用搞的，炼金士还能不清楚黄金冶炼？

下车伊始，牛顿先生就指手画脚，对造币厂进行了严厉的整顿，所有事都亲力亲为，包括铸币流程、采购机器、工艺流程、花纹设计、机构改革、人才招聘……炼金大师终于摆脱了抑郁，找到了人生坐标。

牛顿事无巨细，甚至对机器重锤与工人动作配合都做出了详尽规定，很好奇泰勒后来是不是看了牛顿的笔记才创立了泰勒工作法。虽然管理方式近乎苛刻，但成绩卓越：从前每星期铸造1.5万枚硬币已是天方夜谭，如今每星期生产3万～4万枚硬币并非怪事。为此，牛顿也因其在造币厂所取得的成就，被他的同僚誉为“英格兰最伟大的仆人”。

作为一位优秀企业管理者，牛顿兢兢业业，提高生产效率，掀起大干快干的热潮。这一切都有利于造币厂提高效率，作为一名造币厂领导，牛顿认为，仅有这些显然是远远不够的。

您可还记得第3章我们提到的1696年威廉三世的货币重铸？牛顿先生便是1696年货币重铸的主要策划人。然而，在全球货币史上，这是一次公认失败的重铸。

当时，我们从格雷欣规律的角度说明1696年货币重铸失败的原因。现在，我们再告诉大家，牛顿先生在1696年及以后的货币铸造工作中犯了很多严重的错误。最有趣的是，这些错误都是伟大的错误，正因为这些错误才造就了大英帝国金本位。

牛顿确实是金本位的缔造者，但缔造金本位不是牛顿的本意。牛顿先生真的太牛了，就连犯错误都能达到“伟大”的地步。此后，金本位在世界风行300余年，直至牙买加体系出现才崩溃。

或许，这就是所谓“命运”吧。

要想剖析牛顿先生“伟大”的错误，还要追溯一些中古货币知识。自古以来，金和银都是良好的币材，但是，金银之间还是有区别的。与黄金相比，白银因为单位价值低、贴近日常生活，在世界各地都是比黄金更为常见的币材。黄金单位价值太高，只有贵族才能用到。

不同金属同时作为货币本位，就是所谓复本位制（Bimetallism），复本位制也是人类货币史上使用时间最长的货币本位。

——中国西周，金、银、铜并行，其间没少出麻烦，复本位制甚至成为很多王朝灭亡的主因，直至新中国成立，这个问题才得以解决。

——西方早在古希腊城邦时代便出现了金币和银币，英国最早的金

币、银币都可以追溯到马其顿王国时代（公元前800—公元前146年）。后来，盎格鲁-撒克逊人长期分裂，自由竞争制度维持了金银币同时流通的复本位制度。幸运的是，英国金银比价始终相对稳定，所以没惹出大乱子。

货币复本位并非一种有意为之的制度设计，是人类在交换和专业化路程上自然而然地选择的经济制度，币材本身蕴含的社会必要劳动时间是最大的信任。复本位制是市场的选择固然很好，但是，复本位制有一个致命的问题，不同币材之间要有一个合理的比价。如果比价不合理就会惹出大麻烦，甚至使得整个市场无法正常运行。

16—17世纪，西欧人经历了大航海时代，新大陆带来了大量金银，有数据认为美洲流入欧洲的金银数量巨大，以至16世纪欧洲银的储量增加了两倍，黄金的储量增加了一倍。

复本位制中不同币材兑换比率必须稳定，否则会形成套利空间，货币体系便不再稳定。如果货币体系不稳定，那么所有比价都会失衡，整个经济就会出现紊乱，很容易出现严重的社会动荡。

历史上，这是始终困扰中西方的一个重要命题，重要到可以决定王朝更替，古希腊城邦、古罗马帝国灭亡都与此有关；在中国，铜银比价变化则是导致明清两代王朝灭亡的重要原因。16—17世纪，数量如此巨大的金银涌入欧洲，对金银比价的冲击可想而知。

伟大的牛顿先生并不知道，他将面对的正是这个致命的问题，稍有不慎，甚至国运都将改变。凭着炼金技术和一腔热血，一无所知的牛顿爵士把全部身心都献给了造币厂的光荣岗位……

与认知可能不太一致，直到17世纪末，英格兰都始终以使用银币为主，银币才是人们必不可少的交易手段，金币流通量并不大。如前文所述，1696年重铸货币是因为货币减重实在太厉害了，又以银币为甚。从1686年到1695年，短短10年间，贬值幅度是之前250年的10多倍。

有人这样描述当时的情况：由于一些不法分子对货币的切割、磨损，银币正在急剧流失，以至现在的货币状况混乱不堪……

我们曾经提到当时的一场大辩论，源自清流派的洛克与实干派的朗兹，时任国王威廉三世采取了洛克的策略——铸造足值货币。牛顿先生是大科学家，必须占领道德制高点，于是他成为洛克策略的忠实执行者，1696年走马上任后便开始强力推进铸造新的银币，一场英格兰历史上最大规模的官铸货币运动开始了。

牛顿先生很敬业：亲自改进了铸币技术，买了新机器，甚至利用冲压铸造工艺在银币边缘铸上了精美的文字和花纹……但是，牛顿先生忘记了一件事：英国皇家造币厂并非唯一的铸币机构，私商制造的银币也同样在市场上流通。

结果，牛顿先生越敬业、铸造的货币越多，市场上的银币反而越少，只留下减凿货币、残次品，人们把牛顿先生铸造的银币当成了窖藏或者融化重铸的银币。到1816年货币再次重铸的时候，整个英格兰只有260万英镑仍在流通，大部分银币在18世纪的头10年就消失了。

牛顿爵士可以计算天体运行轨迹，却无法为货币运行确定轨道，这是一场注定失败的铸币。既然如此，牛顿爵士怎么可能通过一次失败的货币改革，把英国带入黄金世界？

---

[1] 改编自牛顿墓志铭。英文原文为：Nature and nature’s laws lay hid in night.God said “Let Newton be” and all was light.

货币黄金结

人类文明进步的根源在于专业化，有了专业化就自然有了分工，有了分工就自然有了市场，有了市场就自然有了货币，有了不同种类的货币就必然会出现套利空间。在货币复本位体制下，各地的金银比价只要存在差异，就必然导致黄金白银跨地域流动，这在现代金融学中几乎是一个常识。

在常识被公认之前，有时候要付出巨大的成本。今天，地球是圆的是常识，而在中世纪，不知多少伟大的科学家走上刑台，付出生命；只要金贵银贱，就会有人倒腾金银，牛顿先生为接受这个常识付出了巨大的代价，不知砍掉了多少人的脑袋。

当时，英国白银的市价高于官定价格，据估算，金银官方兑换比例为1：14.35，实际上只有1：9甚至1：8。也就是说，用白银铸币是会亏损的。更糟糕的是，海外白银价格要远高于英伦诸岛，把白银贩卖到海外是一笔非常赚钱的买卖。

牛顿先生并没有看清这一点，他只是觉得，虽然自己越来越辛苦地铸造银币，英伦诸岛的银币却越来越少。面对一个原本不能解决的问题，牛顿仍然拿出了最大的决心、最大的惩罚力度，希望借此恐吓违法乱纪的走私者。

在牛顿主导下，议会通过了《阻止货币造假及割损法案》：一旦发现任何人有上述行为，就会没收其切割的贵金属和货币，并处罚金500镑。再有严重者，在其右脸颊上烙上字母R，并送入监狱。

牛顿先生很生气，但是，后果并不严重。没人把这些法令当回事，同样是旗手的洛克收到了一封来信，信中这样评价牛顿爵士：尽管它是由议会颁布的法案，但是这项禁令能够消除这种罪恶行为吗？可惜的是，没有。违法利润始终太丰厚了，以至该法案很容易流于形式。仅凭一纸公文是无法阻止罪恶的蔓延的。

法律无法遏制银币走私，牛顿先生更生气了，这次后果很严重，严

重到很多人为此掉了脑袋。既然好言相劝不管用，那就动绝招——杀人。

为了遏制偷运白银出境，牛顿先生亲力亲为参与侦查、审讯、审判，不知多少人被判终身监禁，也不知多少人在泰伯恩刑场丢了脑袋。比较恐怖的是，此时的牛顿似乎变成了一个嗜血的人，有记录证明他多次到泰伯恩刑场亲自监刑。

伦敦最著名的私铸商人叫托马斯·查洛纳，此人本是一名普通商人，却因牛顿亲自办理此案在历史上留下了一笔。

托马斯·查洛纳生于一个工人家庭，自幼顽劣，为了谋生被父母送到一家铆钉厂当学徒。查洛纳学了点儿技术，本来该去造钉子，这个聪明的孩子却从此改行去造银币，而且很快成为高手。

就算是造银币的高手，学徒工还是赚不了多少钱，难以完成逆袭的人生使命。17世纪80年代，查洛纳独自跑到伦敦，改行算命，主要服务于丢失钱财的人。当然，查洛纳还有一份兼职——抢劫，1690年查洛纳因抢劫被捕，留下了犯罪记录。

抢劫与算命，这两份职业在查洛纳手中相辅相成。查洛纳算命不是完全靠嘴皮子，他的抢劫经历起了至关重要的作用——根据本人经验，他可以为丢失钱财的人提供一些重要线索。

很快，查洛纳在这个行当中声名鹊起，靠此发家致富并成功转型，从算命先生、抢劫犯升级换代——以制造银币为幌子，暗地里干起了走私白银的勾当。

查洛纳网罗了一批技术高超的雕刻匠人，又潜心学习铸造冲压技术，很快便成为伦敦铸币界翘楚！

在银币铸造方面，查洛纳有合法的外衣，又有着高超的技艺，这位流窜犯很快变得有车有房：在伦敦骑士桥街买下一栋豪宅，出入使用四轮马车（高档马车），俨然一派贵族风范，被誉为“一位很好的钢模艺术家”。

查洛纳的技术实在是太有名了，以至牛顿到任之前英国皇家造币厂都曾经聘请他当顾问，对铸币全流程进行检查，以改进铸币流程工艺

——与虎谋皮啊！从此查洛纳的盗铸工艺愈发精湛！

全伦敦都知道查洛纳的主业是走私，铸币就是一个幌子，此公最赚钱的买卖就是倒腾银币去法国换黄金，再把黄金运回来换成白银……但人们就是抓不住证据。查洛纳在江湖上混迹多年，主营业务涵盖了抢劫、诈骗、金融等多个领域，实在是混业兼综合经营，很难查实这个老油条的罪证。

更可恨的是，查洛纳经常在公开场合诋毁牛顿先生，言必称造币厂养了一群废物，铸币技术实在太差。

牛顿剑桥大学的同事可以指责牛顿的行事风格，但从没有人质疑牛顿先生的专业水准，查洛纳居然敢侮辱牛顿先生的职业水准！从牛顿对付胡克的事来看，此人睚眦必报，断不会容下查洛纳。很快，牛顿就严肃指出：无论多么艰难，查洛纳这样的败类都必须被绳之以法，不杀不足以平民愤！所以，牛顿先生放下金融专业，转行干起了刑侦，亲自拟定了侦查方案，甚至亲自参与了侦破。

1697年9月，牛顿第一次逮捕查洛纳。但是，证据对牛顿并不是很有利，查洛纳被无罪释放，牛顿败北。

别着急，牛顿先生连微积分这样的玩意儿都能摆弄出来，靠的就是推理，罪犯再狡猾，逻辑还能比微积分严密？

在某种意义上，第一次查办查洛纳存在偶然因素，逮捕造币厂前任顾问最大的原因是此公口德太差，喜欢败坏别人名声，估计牛顿就是想教训教训他。虽然查洛纳被无罪释放，但被捕期间各种迹象表明，此公绝非仅仅是口德差，背后肯定有大文章、大背景，绝对是一条大鱼。

此后，牛顿用了一年半时间对查洛纳进行调查。整个过程绝对可以拍一部好莱坞大片，牛顿先生无师自通，在查洛纳身边安排了很多线人，甚至以局长之尊亲自去小酒馆、客栈参与走私交易。有文献提到，在现存的皇家造币厂账目中，有牛顿亲自使用的120英镑费用，账目显示他在市井消费，用途则标明搜集盗铸和走私者证据。

牛顿亲力亲为的结果依然不容乐观，查洛纳的把柄还是没有抓住，倒是破获了100多起小的走私案。牛顿不愧是伟大的科学家，正是因为有了这段经历，对于怎么剪凿银币，怎么把银币倒腾到国外，乃至整个

流程，牛顿先生都明白了。

再精明的贼也会留下蛛丝马迹，查洛纳很注意抹去国内犯罪记录，但是对于国外犯罪记录就不一定了……

时隔一年半，查洛纳再次被捕，主要罪名是伪造法国金币。

制造法国金币的目标是在英国国内换取更多银币，然后把银币倒腾到法国去换成金币，往复循环，长此以往……

在英国审判伪造法国金币确实有点儿无厘头，说起来英法是敌国，伪造敌国货币似乎不是什么罪过。

面对无可辩驳的证人证词，查洛纳先是百般抵赖，然后装疯卖傻，但是，陪审团仅仅用了几分钟就判处他叛国罪，并处以死刑。所有求援手段失效之后，这位草根出身的查洛纳写信恳求牛顿放他一马：除非你救我，否则我将被谋杀。唉，我希望上帝能为我，以慈悲怜悯感动你的心。

查洛纳只是当时比较著名的一个案例，牛顿先生以苹果砸到头上发现万有引力定律而著称。此时此刻，看到查洛纳在地球引力下丧命（绞刑），不知牛顿先生会不会对万有引力定律有另一番感悟？

查洛纳死了，事情却没有结束。

1699年，货币重铸耗费了王室极大精力和财力：一直到1699年货币重铸结束，新铸造银币的数量达到了6882908镑19先令7便士，其中伦敦造币厂铸造了5091121镑7先令7便士，其他地区的铸币厂铸造了1791787镑12先令。

毋庸置疑，牛顿先生和大英帝国王室所有的努力都以失败而告终。未及1699年铸币结束，英国银币大部分就都被窖藏或者被走私到海外，重铸的足值货币几乎没有在市面上出现，银币就更是近乎绝迹。

英伦诸岛银币低含量是有道理的，对应着当时英伦诸岛白银价格偏高的现实。再伟大的个人也不能颠覆货币天道，复本位制之下永远不可能解决金银兑换比价的问题。只要不同地区金银兑换差价存在，银币

（金币）就会通过走私不停地流动。

在货币天道面前，人们必须有足够的敬畏，伟大如牛顿、洛克、威廉三世，这些曾经对人类文明进程起重大影响的人也注定折戟沉沙。

与牛顿相比，议会首先注意到了这个问题，但是，议会的思想很保守，同样想采取硬手段。

1696年货币重铸刚开始时，议会就明令“任何支付中，畿尼的价格都不得高于28先令。为了阻止金银比价进一步脱离议会规定的范围，议会甚至建议造币厂不再铸造金币，声称：在一定时间内不鼓励铸造畿尼金币”。

大概在议会的诸位勋爵看来，只要市场上没有了黄金，金银比价自然就控制住了。市场解决不了的问题，用严峻的刑罚同样不能解决，沿着议会的路子走下去，事态只会越来越严重。议会仍旧没有意识到当时已经是复本位制，在报告中反复固执强调：黄金只是一种商品，根本不可能成为价值尺度，更不要说金本位了，整个世界都将以白银为货币本位！

牛顿爵士能够发现万有引力定律，智商当然不低。在一系列失败后，牛顿终于看清了整个问题的要害。1699年货币重铸结束之前，牛顿已经明确提出黄金和白银只不过是金属的一种，价值会随时根据产量发生变化。

历史走到这里，英国率先建立金本位的道理已经很明晰：白银不断流失，几乎在市场上绝迹，没有白银作为币材，大英帝国也就只能进入金本位了！一次注定的失败，一次偶然的伟大，其中的关键，还是要靠站在巨人肩膀上的牛顿。

牛顿先生突然想到：干吗非得一根筋跟着洛克一条道跑到黑？黄金不是不值钱吗？白银不是价值高吗？既然银币都被弄出国了，干脆就铸造金币吧！不是劣币驱逐良币吗？我干脆就用劣币——把黄金作为主要币材，不就没有人往欧洲大陆走私白银了吗？

1699年货币重铸结束，牛顿升任英国皇家造币厂厂长。

牛顿升任厂长，终于有机会大展宏图，正所谓“有为者有位，有为更

有位”。

登上厂长宝座的牛顿大人茅塞顿开，上任伊始就改弦更张，放弃了在总监任上三年以来的追求。既然黄金不断流入、银币仍旧被低估，那么干脆别铸银币了，改铸金币不就行了？1700—1717年，英国皇家造币厂铸造了价值8147000英镑的金币，却仅仅铸造了价值223380英镑的银币，在事实上承认了金币为主币的现实。这是最优选择，总要有一种货币来填补白银留下的空白，恰恰此时黄金大量流入。黄金不断流入，金币持续增加，金币自然而然成了英格兰主要流通的币材。英伦诸岛的货币愣是硬生生地从白银变成了黄金。

同时，牛顿尝试与国王、议会沟通，每年都提交铸币报告，希望最高权力层放弃不现实的思想，确认金本位的事实。在牛顿不断斡旋下，议会开始有意识地调整金银之间的比价，虽然市场上已经没什么银币了。

1717年9月21日，在牛顿的主导下，英国皇家造币厂向议会提交了那份著名的报告——《关于欧洲通货中金银价值问题的报告》（以下简称“《报告》”），一锤定音地在英国率先实现了向金本位的演进。

在这份报告中，牛顿首先分析了欧洲大陆各国的金银比价，通过比较欧洲大陆与英伦诸岛的金银比价，《报告》认为英伦诸岛货币存在如下问题：畿尼金币自被铸造以来，就一直处于被高估的价值状态，在以银币为本位货币的英格兰，畿尼的被高估导致了金银兑换比率的失衡。而在欧洲大陆各国，银币的价值较高，这就造成英国的银币外流，而国外的金币则不断流向英国。在西班牙和葡萄牙，一个畿尼定价为20先令9便士，法国为20先令8.5便士，而英格兰21先令6便士的价格高出将近10便士。因此，将畿尼价格定为21先令才是合适的。

第二天，1717年9月22日，英格兰议会同样采取了现实的态度，批准了这份报告，并以法律的形式明确了英伦诸岛金银之间的定价——禁止任何人以高于21先令的价格使用和接收畿尼金币，相应地，对其他的金币也是如此。

金本位最初的定价——1畿尼金币等于21先令银币，最初就出自牛顿之手，这也是为何在金融史中，人们将牛顿奉为金本位奠基人。此时，整个欧洲大陆都以白银为主要币材，但是，只有英国通过一场为期

三年的货币重铸，愣是把白银彻底赶出了本土。没有这个有利条件，牛顿就算算尽天体轨迹，也不可能为英国完美设计金本位制度。

最后，我们以凯恩斯的评价为牛顿先生盖棺定论，以纪念这位因为科学光华被淹没已久的非著名金融学家：

……牛顿并非理性时代的第一人。他是那些魔术师中的最后一位，是巴比伦人和苏美尔人中的最后一位，是用与一万年前就开始建立我们知识遗产的人们相同的目光来观察这个大千世界的最后一个伟大的心灵……

摩登时代的门票

18世纪是英国的世纪，轰鸣的蒸汽机把英国率先带入工业时代，为人类带来了近代文明。此时，第一代世界强国争霸落幕，英国成为日不落帝国，进入了全盛时期。时人这样评论：

——罗马人征服世界用了300年，我们征服世界只经历了三次战役，而目前的世界比罗马时代扩大了一倍。

——不再仅仅是一个欧洲强国，不再仅仅是德国、俄国或法国的对手而已……英国突然高耸于其他欧洲国家之上，这些国家处在大陆上的位置注定了它们在以后的世界历史上处在无足轻重的竞争地位。

虽然真正的工业化大生产还要等到18世纪末期才能来临，但是改良后的蒸汽机已经为整个世界提供了前所未有的动力，机械制造、采矿、冶金、纺织、运输等是最先发轫的行业。对于当时的世界来说，一切创新都是闻所未闻、见所未见的，有着无限的市场，自然也就有着无限的机遇。何况当时的英国并不是真的依靠市场，全世界的殖民地都是廉价的原材料产地和新商品倾销地，产业链顶端只有英国。

如此辉煌的大英帝国，货币体系却仍旧存在诸多问题。

从理论上来说，虽然黄金已经成为英伦诸岛的主要货币，但在牛顿规定的金银比价之下，白银仍是法偿货币，只不过黄金价格比较低，白银才被压得抬不起头。也就是说，法律承认白银为币，白银在法律上与黄金有着同等地位。一旦英伦诸岛白银价格跌落，白银完全有可能逆袭黄金，再次登上货币主角的舞台。

从实际来说，牛顿规定的1畿尼金币兑换21先令银币的比价并不合理，虽然这已经使得银币大幅贬值，但这个价格仍旧高于欧洲大陆的价格。

英国货币当局先把一畿尼定价为20先令，金银兑换比率则为1：15.2。同时，荷兰和法国的比率为1：14.5，由此差价便出现了，出口白银和进口黄金在每一畿尼金币上面仍可以获利4便士。

客观地说，正是这个差价的存在使得金本位在英国得以实现并维持，有这个差价才能维持黄金流入，同时又保证白银不成为货币。然而，这个过程又是极其痛苦的，大家可以想象，一种传承近千年的主要币材白银，在几十年间消失得无影无踪，通货市场将经历一场多么严重的混乱。

1760年10月，乔治三世成为英国国王，此时中国处在清朝乾隆年间。虽然爱新觉罗·弘历对乔治三世在国书中称其为“兄弟”大为光火，但两人其实正经历着同样的痛苦——乾隆一朝60多年，铜银比价始终失调，铜价畸高，乾隆通宝中不得不掺入更多的铅。

与弘历相比，乔治三世面临的情况更为严峻，1760年，英国银币已经完全消失很久了，这对时人来说可不是一件幸事。

黄金是单位价值最高的币材，单位价值越高，小额交易越不方便，到了一定程度就会影响交易。更糟糕的是，1756年以来，欧洲大陆金银比价发生了变化，欧洲大陆黄金不断上涨，虽然还是低于英伦诸岛，但其中的利润差价已经很难促使两者之间发生贸易。

没有贸易，纯靠抢劫也难以保证英国黄金供应。如果来自欧洲大陆的黄金不断减少，英国本土的黄金就会匮乏。黄金匮乏，币材就会匮乏，货币就会减重。

有文献认为，乔治三世登上王位的时候，市面上流通的很多金币都已经残缺不全，减凿金币的现象时有发生。这种观点还是太乐观了，我查阅到的一些资料表明，1760年英国金币流通已经到了必须整顿的时候了。

——和最初的重量比较起来，金币先令为原来的1/6，六便士为原来的1/4。缺损现象如此严重，以至造币厂一发行金币，金币就立刻被熔铸或者出口。

——1771年，英格兰已经注意到黄金开始出口到荷兰，英国国内的金币从来没有像现在这样短缺。

如果不能保证英国国内充足的货币供应，那么后果是很严重的。发展经济学中有一个概念，经济起飞期间必须保证充足的货币供应；甚至一向反对政府调控的理性预期学派、芝加哥学派都认为，必须保证通货

以某增长率（学名“自然增长率”）稳定上升，大致相当于经济增长速度，以保证经济增长之下商品有对应货币。

货币学派很多经济学家对这一理论进行了系统阐述。16—18世纪，整个西欧经济起飞的重要原因在于新大陆金银输入。整个16世纪全欧洲的物价上涨了2～3倍，其中法国为2.2倍，英国为2.6倍，价格上涨冲击了原有的“领主-农奴”为主的封建社会生产关系，几乎千年一系的地租未能随之上涨，领主制随之破产。与之相对，在还算温和的通胀之下商业资本迅速获得了大量积累，整个西欧的居民都不自觉地加快了货币流通，货币的时间价值越来越明确，资本主义生产关系就是在这样的温床中诞生的。

货币短缺必然造成流通速度下降，货币流通速度下降对应着货不畅其流，又相应地对应着厂家的生产、销售，资本家的利润，工人的工资……

为防止事态进一步恶化，1773年英国议会出台《防止货币伪造和割损法案》。该法案在序言中明确提出：

根据王国的法律，任何人在支付的时候都不得使用伪造和缺损的货币，所有人在支付时都应该拒绝接收此类货币。财政部的税务人员依据他们的责任，必须接收足值的和真实的货币，并且必须既要按照数量又要按照重量来接收。

很明显，在货币短缺的情况下，减凿金币能获得高额收益。与1696年重铸银币失败一样，最严厉的刑罚也不可能挡住人类的贪婪，这种禁止性法令不可能有任何实质性效果，市场依旧我行我素。

残损至此，为何不能再次重铸货币？

1696年重铸银币给英国人留下了巨大的伤痛，现在重铸金币，两者都以良币替代劣币，在格雷欣规律之下，恐怕又要折戟沉沙。

鉴于1696年的重铸事件，议会和王室对重铸货币都采取了很谨慎的态度。然而，事态愈演愈烈，有统计表明，1774年年初，金畿尼缺损率已经接近10%。

任何一次改革都要冒很大风险，改革，改革。改什么，革什么？改

掉的、革掉的用什么替代？任何一次改革在开始之前都可以有很多种方案，如同战场一样，真正交战的时候却只有一种结果，胜或者败。要命的是，实施之前没有人知道方案的对错。1774年货币改革要背负改变国运的使命，历史的伤口仍旧流血，要想再次做出整理货币的决策，改革者必须承担巨大的风险。

1696年，英国尚有牛顿这样的金融巨匠擎天，1774年呢？不得不说，英国是幸运的。1774年英国同样出现了一位有魄力的金融领袖——查尔斯·詹金逊。

詹金逊当然无法比肩牛顿的伟大，却同样是金融史上的一个传奇人物，历任英国财政秘书、财政大臣、战争大臣、殖民大臣，生平最重要的功绩之一就是成功主持了1774年金币重铸。牛顿明确了金本位标准，詹金逊让英国在金本位的方向上走出了更加坚定的一步。

1774年，詹金逊向国王写了一封信，这封信在历史上被称为《关于王国货币的讨论》，较为系统地分析了当时英国的通货情况，并提出了货币重铸建议。事实上1774年货币重铸就是按照这个思路进行，并由詹金逊主持的。

同样是良币与劣币的选择，詹金逊却在1774年金币重铸中获得了胜利，所以，《关于王国货币的讨论》才如此有名。

詹金逊在信中提出的解决方法很简单，可以说跟1696年的货币重铸没有实质性区别：所有缺损的金币都应该被召回并重新铸造……如果流通中的金币的缺损程度低于一定的重量，那么这些金币就不再是法偿货币，任何人都有权利拒绝接收……

1696年货币重铸和1774年货币重铸，目标一致、手段一样，为何结果迥然相异？下面，我们来分析其中最重要的三个原因。

首要的原因是，市场主体存在差异。

1696年与1774年最大区别在于，市场主体性质不同。1696年货币重铸由英国皇家造造币厂主导，整个王国为此支付了不低于100万英镑，最后折戟沉沙。相比之下，1774年的货币重铸就显得宽松多了，除

了英国皇家造币厂，英格兰银行等广大银行业也广泛参与其中。

在众多铸造货币的私商中，英格兰银行及整个银行业的参与是关键中的关键，崇高的信誉使得英格兰银行发行银行券的过程畅通无阻，银行券与实物黄金有同等价值。大家都知道，银行券的实际成本与金币根本不是一个概念。商业银行参与其中是1774年货币重铸成功的原因之一，在很大程度上，英格兰银行及商业银行的商业信誉承担了1774年货币重铸成本。

金融有了信誉，不花钱也能办大事！

第二个原因，目标与环境不同。

洛克、牛顿等人忽略欧洲大陆金银差价，强行推动银币重铸。不是因为他们傻到看不清事实，而是因为心中有一丝执念，在他们心中贵金属才是纯正的货币，历史传统不可改变。随着生产力的发展，没有什么执念不能改变，如果反其道行之，必然让感情而不是理性去推动改革，结果也就只能被市场反噬。这些人始终没有意识到，只要成为日不落帝国，英国就率先进入了不可阻挡的全球化时代，怎么可能不顾忌欧洲大陆金银比价？

相反，詹金逊的目标很单纯，那就是解决金币缺损问题，目标在那里了，手段是什么并不重要。这同样要归功于牛顿，1717年后牛顿离经叛道，力推金币在英国流通，50多年来白银已经走下神坛。加之当时英国本土黄金价格与欧洲大陆相差不多，没有黄金流出压力，货币重铸自然要容易很多。

第三个原因，相对宽松的政策。

与1696年不同，1774年货币重铸并未把残损金币赶尽杀绝，不是所有的残损金币都要回炉重铸。议会法案规定，只有在重量上低于面值的1/4的金畿尼才必须召回重铸。除此之外，本应重铸的残损货币可以缴纳英国王室税收或者交给银行，王室和银行不会拒收。

对于普通人来说，非足值货币交易会打一些折扣，用来缴税或交给银行反而成了最佳选择。如此，回收残币的主要途径必然变成银行和王室本身，王室承接的残币最后还是很大一部分要由银行来承担。

在强大的信誉支撑下，1774年货币重铸形成了一个正向循环：……英格兰银行接受的残币越多，发行的货币越多，信誉越强大，接受的残币越多……

我们引用文献来描述1774年货币重铸的结果：从1717年10月开始，到此后的4年时间里，每星期都有大量新的金币被送往英格兰银行。造币厂的官员每星期都会雇人向英格兰银行运输金币。

这是英国迈向金本位的重要一步，从此，英伦诸岛才真正出现了制形统一的金币，有人估计英国3/4的金币会在1774年之后被重铸。否则，私商金币各自为战，在本国都不能统一，更别说让英镑走上世界货币的神坛了。

不仅仅如此，詹金逊此举也是扼杀白银币材的重要步骤。

自1717年牛顿向议会提交《关于欧洲通货中金银价值问题的报告》，白银基本退出了英国市场，牛顿之后的英国皇家造币厂厂长威廉·康杜特曾经说过：在英格兰的交易中，九成都用黄金来支付。

九成交易用黄金支付，也就是说，还有一成用白银支付，而且白银明确是法偿手段，受英国法律保护。只要这种法律还存在，英国就不可能演进出金本位。因为，谁也不能保证英国白银价格永远低于欧洲大陆，也不能保证英国黄金价格比欧洲大陆便宜。

1717年的情况就是这样，人们纷纷把英国的白银弄到欧洲大陆去卖钱，导致英国银币奇缺，直至银币几乎退出流通。

稀缺必定造成价格上涨，这又导致了另外一个现象，即残损的银币在英国国内也能流通。随着黄金价格上升，欧洲大陆与英国白银差价逐步减小，又有人开始动歪脑筋——既然不能在英国和欧洲大陆之间倒腾金银，那么还可以把残损银币弄到英国本土。反正这里银币很少，残损银币也能花出去。

詹金逊对此有着相当清醒的认识，在一封给乔治三世的信中明确提到了这一点：……应该即刻采取措施限制当前缺损银币的进口……

在詹金逊的呼吁下，1774年4月，英国议会出台《限制缺损银币进口法案》，如果进口含银量、重量低于一定标准的银币，货即充公，人

即下狱。更重要的是，《限制缺损银币进口法案》废黜了白银主币的地位，这才是撒手锏。

大概从亚美尼亚文明开始，欧洲人就金银并用，所以，以白银为币在洛克、牛顿等人心中才会如此神圣。1774年，《限制缺损银币进口法案》规定白银只能出现在25英镑以下的交易中，25英镑以上的交易使用白银被视为非法。

在人类货币史中，《限制缺损银币进口法案》虽然没有直接宣判白银不再是货币，但辅币的地位让白银从此不能再与黄金平起平坐，社会需求量锐减。这一规定极大限制了走私者的利润，注定可以斩断欧陆和英伦诸岛之间的贩运通道。

黄金世界，就在眼前！

第6章 金融三国志I

得金融者得天下

18世纪后半叶是西方历史上的乱世，是世界性大国争霸至关重要的50年，第一代世界霸主英国走向巅峰，第二代世界霸主美国发轫。表面上看起来大英帝国工业革命渐入佳境，实际上已然内外交困，不仅发生了美国独立战争，欧洲大陆还发生了法国大革命。

生产力决定生产关系，恰当的生产关系与生产力配比会推动生产力发展，反之则反是。如果从这个角度来说，在18世纪后半叶，英、法、美三国都确立了资本主义生产关系，理顺了经济基础和上层建筑之间的关系，英国不具备绝对优势。

让我们用蒸汽机和新的生产工具来衡量英、法、美三国。

——1733年，英国发明飞梭，1785年，英国发明织布机；1790年，美国的威廉·阿尔莱、摩西·布朗等织布大亨也开始使用织布机，1830年，近代化棉纺厂已经接近千家。1790年，法国已经有近千台织布机，飞梭、水力织布机、畜力织布机早就普及，19世纪中期之前，近代化机器纱锭数量已经达到350万。

——1782年，联动式蒸汽机在英国获得专利，机械动力这才真正应用到各行各业。我们无法考证联动式蒸汽机用了多久才得以推广，但可以推测这个时间不会短于10年。资料显示，1803年，美国工厂生产中已经大规模应用联动式蒸汽机，截至1850年，美国蒸汽机总动力168万匹马力，已经超过英国129万匹。

仅仅就蒸汽机和新的生产工具而言，美国完全有可能在更早的时间超越英国；就连法国也并非完全被英国甩在后面。那么，为什么第一代世界性大国争霸，还是英国率先胜出？

在这里，我们给出一个可能的线索：法国金融体系很不完善，美国

金融体系跌宕起伏数十年，唯有英格兰银行成为大英帝国最后一张王牌！英国率先胜出，也许并不仅仅因为蒸汽机的轰鸣，还因为金融体系完备！

让我们一起回顾200多年前英、法、美那场荡气回肠的争霸，历史的源流与脉络会顿显舒朗。

1794年法国热月政变，热月党人掌握了法国政权，法国国内局势趋于稳定，经济开始繁荣。热月政变还有一个后果，拿破仑·波拿巴登上了历史舞台，此人在世界历史上是一个毁誉参半的人物，有人称他为“暴君”“妖魔”，也有人称他为“真正的英雄”“历史上最杰出的人物”。

拿破仑走向历史舞台的时间正值近代欧洲封建势力与新兴资本主义势力角逐，也是英法争霸最关键的时期。可以说拿破仑是影响世界历史进程的人物之一，倒不是因为他征服了整个西欧大陆，而是因为他创立的《拿破仑法典》是大陆法系的起源，这种影响世界的创举当然会影响到金融，法律体系对金融效率的影响已经形成了一个经济学流派——法金融学派，在学界颇有影响力。

这段历史，让我们从拿破仑生活的时代说起。

1789年，法国煤炭产量仅有70万吨，1807年增加到500万吨；1790年，钢铁产量为4万吨，1814年增加到11万吨；1812年，全法国机械化纺织厂有200多家，与英美数字基本持平。

不是所有人都希望看到一个强大的法国出现在欧洲大陆，尤其是英国。道理显而易见，英法本来就是欧洲宿敌，1756—1763年，经历了艰苦的七年战争英国才击溃法国，抢占了法国大部分海外殖民地。此后，法国并未一蹶不振，仍旧控制着北美大片殖民地，在北美独立战争中强力支持华盛顿，给英国制造了很大麻烦。

大革命初期，英国人曾经对这个国家又陷入混乱幸灾乐祸，然而它转眼就在欧洲大陆复苏，这对英国来说是难以容忍的。在这段历史中，英国是参加反法战争的最后国家之一，一旦卷入旋涡，就是最坚决地将战争贯彻到底的国家。

1792年12月，英国照会法国革命政府：英格兰不会同意法国逞其所欲——并且假不实之自然权利为借口，自称唯一的审判者。言下之意，法国必须听命于英国，服从英国在欧洲大陆建立的制衡体系。

不用说后来的拿破仑，就算是法国大革命时期的雅各宾派也不可能听命于英国。

1793年，顶着来自整个欧洲的压力，法国议会宣布了路易十六的死刑。法国国王断头，英国立刻纠集西班牙帝国、普鲁士王国、荷兰、萨丁王国等国组织了第一次反法联盟，开始对法作战。在刚刚打完七年战争、美国独立战争之后，英国陷入了又一次长达22年的反法大战。

众所周知，战争需要金钱作为支撑。

反法同盟以英国为核心，英国是海洋国家，强项是海军，在欧洲大陆对法作战需要陆军。问题是，英国没有强大的陆军。没有强大的陆军也没关系，作为反法联盟的主要组织者，英国本着“有钱出钱、有枪出枪”的原则，雇用其他国家陆军冲向战场。

对法战争给英国造成了极大的经济负担，庞大的战争经费使英国不堪重负。仅仅一年后（1794年），英国对外借款达到1000万英镑，而当年英国王室的全部财政收入只有1900万英镑。1794—1797年，第一次反法同盟解体，英国先后向盟国发放贷款不少于5000万英镑。

对英国来说，资金来源无非以下几个方面：税收、借款、增发纸币。对于英国政府来说，税收不可能无限制增加，在国际市场借款想都不要想，大家还指望向英国借钱呢，剩下的也就只能是增发纸币了。

英国是金本位制度，发行多少银行券并不是英格兰银行说了算的。英格兰银行必须有足够的黄金储备才可以发行纸币，不然就不能保证黄金与纸币之间的兑换，也就不能维持英镑信誉。

在满足战争经费与恪守金本位之间，英国选择了前者，即悄悄打破了黄金储备与银行券之间的关联。非常之时必有非常之举，英国的做法没有什么错误，后面我们可以看到，在“一战”“二战”时期，政府增发货币补充战争资源是很常见的事情。

很遗憾，这个时候不是虚值货币时代，而是金本位时代。这样做是

有风险的，在金本位体系下，公众可以凭借银行券无条件向银行兑换实物黄金，这是金本位的生命所在，也是金本位的软肋。毕竟银行乃至中央银行都不可能保留百分之百的黄金储备，一旦公众挤兑必然面临黄金储备不足的尴尬境况。一旦面临战争、瘟疫、社会动荡等因素，维持金本位的成本就会非常高昂。

没有动荡，还可以人为制造动荡。

制造麻烦的人就是拿破仑，这个时候他还是一名将军。1797年，法国军队入侵英国一座无足轻重的小镇费什加德，直接导致英国金融体系崩溃，称得上战争配合下的金融战争的经典。

英国大量增发银行券，从1793年开始黄金就源源不断流出英伦诸岛。有证据显示，1795—1796年，英格兰黄金储备持续下降，从600万英镑锐减至200万英镑，实际上金本位已经无法维持。恰恰在此时，拿破仑掌握了法国最高权力，金融战争开始了……

如同今天很少有战争波及美国本土，英法之争也极少波及英伦诸岛（百年战争前英国在欧洲大陆有领地，前文已说明这些土地被查理二世卖了），从英法百年战争开始，英国人对此就没担心过。

1797年元旦刚刚过去，伦敦市面上很平静——反正战争发生在欧洲大陆，与我何干？

2月的某天，突然很多人知道了这样一个消息——一艘法国战舰在英国东南沿海登陆，因为那里没有什么战略价值，英军在那里并未设防。

事情有好的一面，没有战略价值当然不足为虑；事情还有坏的一面，英国本土自遭遇北欧海盗之后就没再经历过几次战争。如今，来自敌国的战舰就在眼前……

对普通人来说，本土发生战事究竟是怎样的状况谁也不知道。因为未知，所以恐惧，尽管事后发现一切只是流言。

在所有的金融危机中，谣言都是至关重要的一个环节，只要制造并传播让普通公众焦虑的消息，让所有人无所适从，羊群效应就能对经济体形成致命打击。坊间传播的英格兰银行黄金储备不足并不仅仅是谣

言，是真实的情况。退一步来说，即使英格兰银行黄金储备充足，坊间传闻也足以夸大到让整个英国经济瘫痪的地步。

已经无法考证流言是怎么产生的，结果英国朝野震动。漫天飞舞的谣言不仅让英国公众恐慌，就连王室和军方也坐不住了。虽然英军并未从正式渠道听到战报，但英国海军还是于2月21日从朴次茅斯港赶到传说中的海域，结果什么也没有发现。原本以为这场谣言就这样结束了，但谁也没有想到，谣言成真了！

2月22日，威尔士海岸南部的一个小镇上真的出现了三艘法国军舰，并且有1200名法国士兵真的在英格兰登陆了。

从理论上说，这是不可能的，欧洲大陆双方正准备在意大利决战。拿破仑调兵遣将，军队主力从萨沃纳山谷进入亚平宁山和阿尔卑斯山之间，断然不应该调兵进攻英国本土。威尔士海岸南部远离伦敦，即使控制了此地也不会对英国形成实质性威胁，况且三艘战舰和1200名士兵既无法守住小镇，又无法进入腹地纵深作战，无法实现任何战略意图。鉴于以上原因，很多人认为拿破仑派遣这支军队进攻英国本土的行为过于鲁莽，属于自杀式袭击。

那么，为何拿破仑要拿1200名士兵的生命做赌注？是他心血来潮，做无谓的牺牲吗？仅仅从军事角度来看，我们确实可以这样解读。

除了军事，还有其他视角，比如金融学。与军事和实体经济相比，金融向来都是最脆弱的行业，信誉存则金融存，信誉亡则金融亡。打击军事目标、破坏实体经济总需要明刀明枪地干，毁灭信誉却可以做到无声无息。

也许，拿破仑根本就没有想过靠三艘战舰和1200名士兵去进攻英国本土，从谣言到军事行动都是为了配合一场金融战！

在金本位时代，黄金是本位货币，是一切价值的最终表现形式，无论在英国、欧洲大陆其他国家还是北美洲，都是这样，人们接受英格兰银行发行的银行券，因为他们相信英格兰银行可以兑付黄金。只有黄金才是真正的货币，纸币就是一个货币符号，这是天经地义的事情，是不可辩驳的公理。

那一年，英格兰银行成立已经整整100年了，100年来，英格兰银行

的信誉甚至在某种程度上超过了王室信誉。

金融市场永远最看重当下，与那些国家战略乃至战胜战败相比，人类还是活在现世的此岸。船坚炮利之下，信誉毕竟只是信誉，保障毕竟只是保障，不是黄灿灿的真金。信誉一旦丧失，钞票就如同白纸般苍白——如果法国真的攻入英国本土，那么最终的货币只有黄金，英格兰银行的银行券一文不值——谁都知道，拿破仑一定不会承认英格兰银行的银行券！

所有人都知道这是极端情况，很难发生，但毕竟存在可能性。人类的思维弱点是贪婪与恐惧：在看到盈利的时候，贪婪会被无限放大；一旦市场陷入逆境，人们又会率先考虑最糟糕的事情。永远都是这样。

更重要的是，对法战争已经进入第四个年头，人们不知道国家黄金储备流失了多少，却一定知道物价上涨了多少。1793年以来，伦敦物价持续飙升。伦敦市民看不到发行纸币总量和储备数量，对物价上涨却感同身受。

恐惧之下，挤兑风潮爆发了！

民众涌向私人银行。私人银行没有多少黄金储备，立刻向英格兰银行求助，遗憾的是，英格兰银行也没有足够的黄金储备。

当时的文献这样记载：

在距离费什加德350英里[1]远的纽卡斯尔的农场主受某些当地人的谣传的鼓动，纷纷出卖自己的牲畜，购买各种能买到的东西，并且涌到银行的门前要求将银行券兑现为黄金，纽卡斯尔的所有银行私下达成协议停止支付黄金，其他地方的银行也都恳请英格兰银行给予帮助。

搞乱伦敦金融市场，才是拿破仑真实的目标——英国不是向来用金钱支持反法同盟吗？把金融市场彻底搞乱，击溃英国引以为豪的金本位，反法同盟还怎么决战？

再次强调，对于英国来说，费什加德在战略上只是一个无足轻重的小城镇，大部分人只知道伦敦、伯明翰，根本不知道英国的某个乡镇的名称。但是，挤兑从来都是不分大小的，而且极具传染性。

行为金融学已经证明，人类的天性是厌恶损失，且同比例的厌恶与

收益相比，人类风险偏好凸显（个别人物除外）。越是令人焦虑和情绪化的谣言，越具备传播力，这个时候根本没有真理、真相、对错，只有恐惧、宣泄和疯狂，贪、嗔、痴、慢、疑，上至公卿下至庶民，红尘万种，将会把非理性演绎到极致。

也许金融市场只能以一种极端的方式展现人类弱点，又以指数的量级来扩大这些弱点带来的损失，却无法磨灭这些人类与生俱来的性格。

任何时代、任何人都对此类风险极其敏感，此类风险一旦发生，人们都会选择个体理性——集体非理性。对于普通人来说，具体的方法就是跑到银行门口排队提取存款，又有谁能容忍一生积蓄与希望化为泡影呢？

千万不要忽视任何一次挤兑，如果一个城镇爆发全面挤兑，风潮也许会以不可思议的速度传播，很快就会形成系统性风险，尤其是在国家面临战争等危机的情况下。

费什加德的挤兑很快就波及了周围城市，纽卡斯尔是第一个被冲击的大城市，当地银行业在当日全部停业。随后，金融恐慌在几天内就波及了包括伦敦在内的英国所有大城市，所有人都冲向了银行！

全英国范围内所有银行黄金储备流失殆尽，全部银行又开始向英格兰银行寻求黄金支持，整个英国国民经济被挤压到了崩溃的边缘！

第一次反法同盟与拿破仑作战，英格兰银行几乎耗尽了黄金储备，银行券早就超发了。此情此景，英格兰银行当如何处置？

很遗憾，英格兰银行的处置非常令人失望，所有处置措施简单到用一句话就可以说清楚：没有任何处置。银行董事会形成的一致决策是：如果实在无法兑现黄金，那就不要兑现好了！王室和政府对此也视而不见，任由金融恐慌在国内蔓延。

当时市面的传言已经大行其道，报纸连篇累牍叙述挤兑的情况，人们取不到足够的黄金，愤懑、恐惧等情绪充斥着英格兰的每一个家庭。

有文献这样描述：小的零售商人拿着银行券去银行兑换黄金，并将硬币储存在家里。佃农看到了报道，也受到了影响，跟风做事。各地的乡村银行越来越焦虑，到处搜罗黄金，偏远地区的民众更容易恐慌，他

们常常根据夸张的报道做出判断。

此时的英国政府不知出于何种考虑，或许是慌不择路吧，仅仅为了保住英格兰银行仅存的一点儿储备，就简单而粗暴地公布了如下一项决议——停兑。我们知道，历史上英国王室就有停兑的传统，换句话说就是耍无赖。

仅仅在法军入侵后的第四天，时任英国首相皮特召开枢密院会议，会议宣布了如下决定：为了国家和公共利益，英格兰银行的董事们有必要和有义务停止任何兑换硬币的业务，并且必须为此采取适当的措施，以保证流通方式不受影响，确保王国的公共信用和商业信用在此紧急关头不至于遭受破坏。

从字面意思理解，任何人都知道本项决议意味着英国脱离了金本位，公众手中的银行券再也无法兑付黄金。

果不其然，决议一经公布，2月27日开始，包括英格兰银行在内，全英国所有银行的门口都挤满了挤兑的人，全国性的金融危机终于爆发了，再也没有任何事物可以抵挡！英格兰银行终于意识到了事态的严重性，也使出了最大的力量试图力挽狂澜——买下能买的所有报纸版面刊登公告，宣示自己具备充足的流动性，足以应对所有兑付。公告内容大致如下：

昨晚接到枢密院的指令，政府和银行董事认为这是我们的责任，即告知英格兰银行股票的持有者和公众，银行目前有充足的流动性，能够消除人们对于手中银行券的安全的疑虑。

无论实力如何，在危急时刻，都一定要有一副硬汉模样，坚决不能屈服。一定要记住，公众不需要真相，世界只需要最强硬的回答，我们可以做到！人类有软弱的天性，每一个人都需要信心，无论东方西方，最值得信赖的并不是个人英雄主义，而是集体。

与银行相比，家庭是脆弱的；与英格兰银行相比，商业银行又是脆弱的；与金融天道相比，英格兰银行也是脆弱的！金融机构的脆弱性与生俱来，但是，金融市场中的脆弱性不能被人识破，尤其不能被更脆弱的公众识破。无论是区域性的金融危机还是全球性的金融危机，最后的触发点一定都是由公众情绪引爆的，千里之堤必定毁于蚁穴。

有人也许会问，此时此刻，英格兰银行黄金储备已经所剩无几，既然在英国范围内推出这样的公告，那么，要是公众真的来挤兑，该怎么办？

一旦公众发现英格兰银行开出了一张空头支票，所有的信誉就损失殆尽。它总不能食言吧？

其实，正确的问题应该是这样的：不出公告就能阻止公众挤兑了吗？很显然，不能。

只有硬汉降临金融市场才能挽救危机，在硬汉降临之前只能拖延。公告的目标根本不是停止挤兑，而是安抚公众，为处置危机赢得时间。

这个时候，就算硬着头皮也得打肿脸充胖子！

在所有金融危机中，最有效的处置方案都是一字真经——拖，从郁金香泡沫到2008年全球金融海啸莫不如此。放任雷曼破产，美国联邦政府看起来没有干预市场，再这样下去，整个美国乃至整个西方世界都有崩溃的可能。只有用美国联邦政府的信誉先拖住金融机构破产速度，才能为后面从容处置危机赢得足够的时间。所幸，美国联邦政府很快就发现了相对正确的方法。

英格兰银行公告的思路同样如此，公告也不是唯一的处置手段。在发布公告的同时，英格兰银行组织伦敦贵族、大商人、大资本家召开会议，资料显示与会者在4000人左右，公开表示支持英格兰银行，接受英格兰银行支票及银行券，不再去英格兰银行挤兑黄金。

伦敦商人同意这样做倒不是有多高的爱国情怀，而是因为覆巢之下无完卵，与普通公众相比，他们积累的财富更多，损失更大，也更明白这个道理，决策更为理性。

为今之计，只有刹住挤兑风潮才有可能真正保住自己的黄金，哪怕当下没有足够的黄金，将来还是有很大可能补足的。如果现在直接把英格兰银行挤兑垮了，所有的财富就会立刻化为乌有。

接着，下议院也迅速组织调查组，并高调出具了一份调查报告，声称银行体系目前还有382万英镑黄金储备。很显然，下议院宣布的这个数字令人疑虑，即使考虑下议院统计了全部商业银行体系黄金，也不可

能超出英格兰银行三倍之多，否则，就没有必要去英格兰银行挤兑了。

那么，关于统计数字，究竟谁对谁错呢？市场没有人关心真假，这时候人们不需要答案，只需要信心！

随着英格兰银行的声明、伦敦地区富豪的表态以及议会调查的声明，市场情绪得以稳定，伦敦地区挤兑率先平复。随后英国议会颁布《银行限制法案》，储户向英格兰银行提取的黄金只能在20先令以下。

当然，平复金融危机是有成本的，1797年大挤兑对英国造成了严重的打击。仅仅1个多月后，反法联军在欧洲大陆就遭到了惨败。随后，法国与奥地利签订《坎波福米奥和约》，第一次反法联盟解体。

---

[1] 1英里≈1.6093千米。——编者注

法兰西银行：遥远的智者

由于密西西比泡沫的原因，法国人对金融体系有着刻骨的恐惧，拿破仑就是其中之一。从现有文献来看，拿破仑对银行体系很反感，他痛恨金融投机，极力反对纸币与国债。这位倔强的领袖在建立法兰西银行之前曾经创造10个月不发军饷的纪录，运转经费则全靠战争胜利后的劫掠。

不过，作为一名战略家，拿破仑接受了银行体系，因为他看到银行体系能够带来利益，最终冲破重重阻力，缔造了法兰西银行。1950年，法国发行纪念法兰西银行诞生150周年印章，这枚印章上印有幸运女神和智慧女神。

幸运与智慧，代表当代法国人赋予金融美好寄托。遗憾的是，刚刚成立的法兰西银行既不幸运，又无智慧。

1800年1月18日，法国执政拿破仑建立法兰西银行。与英格兰银行一样，此时的法兰西银行是一家股份制银行，股本3000万里弗尔，三年后改为3000万法郎。

英格兰银行的职能法兰西银行大部分都具备，例如发行银行券、经营国债为国家筹资……与英格兰银行由王室提名董事会成员相似，法兰西银行由拿破仑亲自任命总理事会主席及委员。

从组织形式上看，英法这两家银行看起来类似，但有诸多不同，尤其在人力资源方面。大到一个国家，小到一家公司，人力资源都是长期积累的结果，厂房可以盖起来，机器可以买进来，甚至技术也可以引进，唯独人力资本不可能一蹴而就。

形成人力资本一定需要经年累月的培养，一代又一代的传承，仅仅学习是不够的，更需要创造，创造的能力是无法在短时间习得的，必须靠人们的习惯、道德乃至言行等非制度因素点滴积累与酝酿。“二战”之后，英国、西欧其他国家、日本同样变成了一片废墟，情况比东南亚国家好不到哪里去，仅仅数年之后，这些国家就再次成为世界强国，靠的

就是人力资本积累。所以，一国人力资源强弱才是衡量一国强弱最根本的指标：有道无术，术尚可求，有术无道，止于术。

人力资本对一个国家如此，对某类产业也是同样的。如果某行业曾经给一个民族带来了灾难，引发了他们骨子里的排斥或抵制，那么历史的伤痛将历久弥坚。无论这个产业可以带来什么，人们的第一反应一定是排斥。后期，即使认识到行业重要性，他们也只能照葫芦画瓢，有其形而无其神，骨子里还是恐惧或者排斥。模仿很难超越原创，最根本的原因还是人力无法超越，一种产品可以被模仿，然而一个行业人力资本的积累不可能在瞬间一蹴而就。

当时的法国就是这样，密西西比泡沫后，法国几乎没有金融机构，除了时任财政部长法兰西斯·尼古拉斯·莫里安等少数人懂点儿银行业务，法兰西银行的管理者几乎全部来自政府的官员。这些人对银行业务和银行体系的运转并不精通，只有一个坚定的目标必须实现，那就是为法兰西第一帝国皇帝拿破仑筹资。

拿破仑要求所有私人银行必须在法兰西银行存够一定金额的准备金，不是应对危机的准备金，而是以备帝国战争使用。同时，所有银行必须向法兰西银行报送业务报表，借此监控社会资金流向。更绝的是，在占领区，拿破仑几乎禁绝了本地金融机构，当地的钱必须存在法兰西银行……

银行的效率在于高效配置资源，引导资金流动，从而提高社会效率。法兰西银行有银行的壳子，没有银行的里子，其所作所为与真正的银行相距甚远。与拿破仑王室扯不清的关系只能使这家银行没有办法发挥金融体系的效力，倒像一家专为敛财而设立的税务局。

关于拿破仑建立的法兰西银行，还存在一个致命的弱点：业务发展好坏与军事胜败息息相关。成也萧何，败也萧何，拿破仑军事胜利的时候法兰西银行在当地劫掠，可以带来源源不断的资金；一旦军事失利，在最需要资金支持的时候，法兰西银行并不能为拿破仑提供太多帮助。

1805年，拿破仑在奥斯特里茨打败了俄国、奥地利联军，击溃了第三次反法同盟；次年闪电般击溃了普鲁士，几乎占领德国全境。伴随着法兰西帝国疆土的不断开拓，法兰西银行迎来鼎盛时期。

然而，昙花一现，法兰西帝国的辉煌随着一项近乎荒谬的政策——

大陆封锁——戛然而止。1806年11月21日，拿破仑本人在柏林发布敕令，宣布对英国进行封锁，即“柏林敕令”。拿破仑在因多次胜利而建立帝国以后，就想用法国来制服欧洲大陆，然后用欧洲大陆来制服英国，他要以军事手段征服欧洲大陆，通过大陆封锁政策来驾驭英国。

拿破仑天真地以为，英国是一个工业国，农业不发达，必须依靠粮食进口。只要禁绝英国对外出口，强迫其扩大进口，比如法国的农产品，就会让英国掏出很多现金，结果英国会耗尽银行储备，难以借钱给反法同盟，法国将取得最后的胜利。

如果把人类社会生产比作一条食物链，那么食物链最顶端是技术创新，其他所有应用都无法回避顶端的技术，原创性技术不可能被模仿，也就必然获得最丰厚的利润。当时英国工业革命进行得正如火如荼，站在全世界技术创新的顶端，其他国家只要想提高生产效率就必须与英国交换，它怎么可能缺现金呢？

在拿破仑眼中，只有黄金才是真正的财富，重商主义的印记根深蒂固。所以，柏林敕令的主要意图在于封锁英国对欧洲大陆的贸易，主要是封锁英国向欧洲大陆其他国家的出口，对英国进口却不限制。

在这种思维的左右下，拿破仑犯了极其幼稚的错误。1809—1810年，在英法贸易战最艰难的时候，英国发生了全国性的粮食歉收，败象历历在目，小麦平均价格高达每夸脱[1]103先令。对法国而言，这本来是天赐良机，结果，拿破仑的目标不是禁绝粮食出口，而是拿粮食去换黄金。两年内法国及其盟国向英国出口了150万夸脱粮食，换来了价值140万英镑的黄金，同时帮助英国渡过了难关。

反观英国，金融经济政策就相当成熟。柏林敕令颁布后，英国立刻实施反报复，法国对外贸易遭到了毁灭性打击。1805年，法国出口额为86700万法郎；1814年法兰西第一帝国崩溃时，只剩58500万法郎。

贸易与金融息息相关，银行最初的业务就来自国际贸易，贸易一旦凋敝，民生自然凋敝。对法兰西银行来说，经济总体状况不好，它的业务也跟着下滑。

1811年是法兰西第一帝国的鼎盛时期，遗憾的是，帝国及其附属国的经济已经很不景气了。当年5月7日，法兰西银行总裁给拿破仑打了一份报告，这样描述当时的情形：被征服的国家百业凋敝，法国的货物在

它们投降以前比投降以后销售得多些；巴黎制造奢侈品的手工业者在挨饿；法国国内外消费都大大减少了……

法国与英国海军实力悬殊，原本法国就无力对英国贸易实现全球封锁。大陆封锁政策成了作茧自缚，最终反倒是拿破仑无法得到足够的黄金支撑战争，偏偏又是他自己帮助英国渡过了1810年经济危机，解决了英国粮食问题。

这一结果，金德尔伯格在《西欧金融史》中如此描述：法国人企图切断英国人与欧洲大陆的贸易，而英国人则切断了法国与南北美洲的联系。

法国也成为大陆封锁政策最大的输家，经济从此衰败。1812年，拿破仑侵俄，40万法军惨败，法兰西第一帝国从此走上了衰亡之路。看起来，学点儿经济学还是有道理的，以免被重商主义这样的伪经济学误导。

---

[1] 1夸脱＝1.1365升。——编者注

黄金世界

1815年，拿破仑终于在滑铁卢大败，再也没有筹码回到政治舞台。

滑铁卢战争的时候，以英国为首的反法联盟已经组织了整整6次。帝国主义争霸世界的战争没有正义可言，长年累月的对法战争同样也拖累了英国经济，严重影响了英镑汇率。1810年之后，英镑汇率在欧洲大陆的价格较之牛顿给出的规定贬值了20%。

战争结束，该整理英镑了。早在战时，英国人就意识到了这个问题，1809年，英国下议院组织黄金委员会，大卫·李嘉图于1810年向议会提交了世界货币史上著名的《黄金委员会报告》（也被称为《锭金报告》《金属通货报告》）。

在议会答辩的时候，英格兰银行提出，黄金向欧洲大陆流动导致英国本土黄金短缺，而流动的原因是欧洲大陆黄金短缺。因此，通胀不是英格兰银行增发银行券造成的，英格兰银行发行的银行券与经济增长相互配合。

至于通胀的原因，英格兰银行认为是农业歉收。

《黄金委员会报告》提出，这种观点是站不住脚的：首先，如果大陆对黄金的需求真的增加了，那么大陆的黄金价格应该首先上涨……而本委员会却基于各种信息证明，在大陆，以各国货币表示的黄金价格没有相应上涨……无论是阿姆斯特丹还是汉堡，这些地方的黄金价格都没有上涨。

此时，詹姆斯·斯图亚特、亚当·斯密等人已经阐述了西方经济学的供需原理。众所周知，供需决定价格，需求增加价格才会上升，如果价格没有上升，那么需求一定没有上升，反之则反是。

如果不是欧洲大陆黄金需求上升导致英国黄金储备下降，那么，又是什么原因导致了当前这种情况呢？

黄金委员会在报告中明确了这个问题的答案——很简单，货币增

发，罪魁祸首则是英格兰银行。有时候，理解货币现象很简单，只需要常识就可以了，根本不需要什么高深的经济学知识。

战争期间，英格兰银行发行了太多的银行券，在《银行限制法案》背景之下，公众不得提取某个限额以上的黄金，英格兰银行货币增发看起来没有得到应有的惩罚，但是，市场仍然会有自己惩罚的手段。

错误的货币政策，需要整个国家来买单。

当前黄金价格上涨和汇率不利局面的造成，都是银行滥发纸币的后果，银行对滥发纸币失去了控制和监督，停止硬币支付政策助长了这一后果。除非恢复硬币兑换，否则不可能安全、可靠和连续地防止纸币泛滥。

1797年，出台《银行限制法案》处于战时，实属无奈，此一时彼一时，到了改弦更张的时候了。

此时，洛克与朗兹的争论已经过去100多年了，经历了工业革命和无数次战争，英国已经成为全球翘楚、名副其实的日不落帝国。经济起飞之前需要保证充足的货币供应量，经济起飞之后保证良好的经济增长环境便是政策重点，从古至今，货币政策有一条亘古不变的原则——不能出现超量货币增发。

英格兰银行具备货币发行权，背后是王室信誉，在金融市场中几乎无所不能。如何才能给它套上规则之枷？

答：实行金本位。

金本位下，无论银行还是王室都不可能作伪。

只有黄金才是真正的货币，无人可以更改货币发行量，无论哪个人、哪一家银行、哪国政府甚至王室都不具备这个能力，货币发行量必须限制在黄金储备之内。正如大卫·李嘉图慨叹：只有黄金才是真正的硬通货！

为了稳定物价，必须在法律上明确货币本位——黄金。

就如同公认的道德一样——尽管每个人都知道，不被确认为法律，是不能用来施加惩罚的。黄金为币，一旦经过法律确认，就等于在币信

之上加了双保险！1810年正值拿破仑帝国鼎盛时代，英国时刻面临战争威胁，不太可能推行这个法案。1815年，拿破仑已经成为阶下囚，推行金本位正当其时。

接下来的一段时间，英国政坛有人提出整理货币、明确金本位的想法，并且很快进入实际操作层面。

毫无阻力，议会通过了一项法案《银币重铸和管理王国内金币和银币法案》，该法案即国际金融史上大名鼎鼎的《金本位制度法案》。《金本位制度法案》以法律的形式明确了金本位，影响了世界100多年。

该法案明确了货币制度以下几项内容：一是银币在英国只是辅币；二是英国金币开始以沙弗林为面值，1沙弗林就是1英镑。

金本位的基本制度清晰、简单，因此也就成为最具备可操作性的货币原则。直至1972年确立牙买加体系，金本位始终是主要资本主义国家的货币制度。库珀、多恩布什和霍尔等人对此做过详细论述，可以概括为简单的三条原则：以国家的名义明确任何人都可以以某兑换比例用纸币兑换黄金实物；任何人都可以按照一定标准铸造金币；放开黄金进出口。

其中，黄金自由进出口是对金本位制度最严格的约束，这一因素的存在使得国家发行纸币必须有所约束。

这里面有一个黄金输送点（gold point）的问题，如果某国发行了太多银行券，汇价与黄金实物之间出现利差，自由进出口条件下黄金就会在国与国之间流动，从而使得一国汇率上升或者下降，纠正汇率失衡。

《黄金委员会报告》这样论述：黄金仍然是当前衡量财富的标准，是所有价值交换的度量标准，也是所有货币价格的参考尺度……在环境许可的情况下，我们的流通媒介应该再次与其真实和法定的标准——黄金相吻合。

与之对应，1819年，英国政府通过了一条法令，明确提出一条原则，在央行历史上具有里程碑一般的意义：英格兰银行不经议会授权，不再为政府垫支，但可以购买国库券，或者凭借国库券向政府贷款。

在金融史中，不得不说，这是一条革命性的纪律。

从欧洲信贷体系出现的第一天起，它最重要的作用就是为各国王室战争融资，就连英格兰银行、法兰西银行也缘起于此。毋庸置疑，王室战争或者各种开销是难以用纪律约束的，最终往往是债务积重难返，欧洲大陆第一代借贷市场、威尼斯银行体系的覆亡莫不与此相关，后期的英格兰银行同样多次因为王室融资出现危机。不同的是，英格兰银行把危机扩展到整个货币体系乃至整个国民经济。

不用说刚刚发轫的英格兰银行，当代所有机构（不仅仅是金融机构）都要遵循“资产＝负债＋所有者权益”，无论是央行向财政垫资，还是金融机构把负债视为自身现金流无节制挥霍，最终它们都将受到惩罚。虽然在这一点上，金融机构能撑得长一些，毕竟它们可以拿到现金。任何信用都不能无限透支，对应到现实，一国增发货币必将引发通货膨胀，一家金融机构则会信誉尽失、面临破产清算。1793—1815年英法争霸中，在前期的英国、后期的法国，国家和金融机构都得到了这样的结果。

《金本位制度法案》对整顿国民经济起到了良好的作用，1815年之后，通胀指数就始终处于下降趋势。更为重要的是，《金本位制度法案》为英镑登顶第一代国际货币铺平了道路，英镑成为全球范围内最主要的结算货币，余威至今仍在。

必须提出的是，英镑成为第一代世界货币凭借的不仅仅是剑法，更重要的是强大的创新能力，也就是第一次工业革命。

我们经常说，帝国主义把殖民地作为原材料产地和工业品倾销地，所以，出现这样的情况，很大程度上是因为殖民地没有形成工业品生产能力。在产业链中，既然只有英国才能生产物美价廉的工业品，那么只能把英镑作为支付货币和国际借贷货币。第一代世界货币——英镑——诞生了。关于这个体系，彼得·L.伯恩斯坦曾经这样形象地描述：

它衍生出了一整套完整的宗教模式：共同的信仰，高级牧师，严格的行为规范、信条和信念。它的教义是由法案确立的。供这个宗教成员礼拜的祭坛，则是小心翼翼地堆砌在银行地窖中的金块，高级牧师则是货币当局，大多数情况下，由英格兰银行扮演。

第7章 金融三国志II

美国金融教父

是时候让美国登场了。

美国独立战争向来以伟大的面目示人，我们不否认美国独立战争的伟大，只想陈述一个大家忽略的事实：战争已经把美国联邦政府逼到了山穷水尽的地步。伟大固然很好，但开门七件事，柴米油盐酱醋茶，联邦政府过日子也要钱。

1783—1789年，联邦从各州征得的税收不过200万美元，加上没收的英国财产不过750万美元，却需要支付950万美元左右的费用；此外还有向法国、西班牙和荷兰等国借的外债和各州内债，总计7712万美元……

此时此刻，亚历山大·汉密尔顿（1755—1804年）登上了历史的舞台，挽狂澜于既倒，扶大厦之将倾。然而，无论在欧洲还是美国本土，汉密尔顿都是一个颇具争议的人物，关于他的争论莫衷一是，200多年来几经沉浮，未有定论。

用一句话来概括汉密尔顿的经济理念——这是一个崇尚集权的人物，虽然后来被尊为“国父”，但在新大陆无疑会被视为异类。正是这位亚历山大·汉密尔顿，在历史上第一个系统提出国家银行理论，促成大陆会议批准成立“美国第一银行”（Bank of the North American，有文献将之直译为“北美银行”，但更多的将之称为“美国第一银行”）。

汉密尔顿一生都在追求强化联邦政府权威，设立美国第一银行也是出于这个目标。英格兰银行是大英帝国的“最后一张王牌”，汉密尔顿则是华盛顿手中的“王牌”，对华盛顿来说“是极其重要的”。

今人在纸面上争论汉密尔顿的是是非非，设身处地想一想，如果没有华盛顿、汉密尔顿、富兰克林这样的强势人物在战后反对“州权至

上”，十三州就连《宪法》都未必能被批准。如果是如此结局，那么美国将不复存在，更不用说什么今天的世界格局了。

历史无法假设，我们提出的命题无法证伪：如果汉密尔顿的金融思想得以贯彻，那么美国将更加强大，世界货币也许从一开始就是美元。未敢掠美，我们并不是这个命题的唯一提出者，乔纳森·休斯在《美国经济史》中就强调这是一个由来已久的疑问：如果没有这两家银行，那么美国经济史会有显著不同吗？（两家银行指美国第一银行和后来的美国第二银行）。

汉密尔顿是美国金融之父，很有趣，这位金融之父不是他所创立的美国第一银行行长，甚至不是一位银行家，而是联邦政府财政部长（1789年9月—1795年1月），其对金融系统的改造从国债市场开始。直到今天，美国财政部对金融市场都有强大的话语权，甚至在某种程度上超过了美联储。这种传统从汉密尔顿而来。

汉密尔顿上任之时，北美大陆的金融秩序一片混乱，各州竞相超发货币，新任财政部长被狠狠教育了一番：1790年1月，一元大陆券可以换得铸币的1/8，5月这一数据为1/24，10月为1/40……

币既不为币，国必将不国，将安处之？

身为财政部长，汉密尔顿提出的解决方法是建立一家更强大的银行，以金融信誉整理国家债务与货币。

1790年及之后一段时间，汉密尔顿连续向美国国会递交了三份通货信用报告，即《关于公共信用的报告》、《关于国家银行的报告》和《关于制造业的报告》。主要诉求只有一个——成立一家强大的银行，授予该银行20年发行美元的特许权，由联邦政府统一美国国债市场。

1790年12月，汉密尔顿公布了国家银行的计划——《关于国家银行的报告》，这也是最早系统阐述国家金融管理职能的文献之一。

在这份文献中，汉密尔顿提出，国家银行必须在金融市场有至高无上的信誉，方法就是控制流通中的货币：对于一个国家来说，建立良好的公共信用是最根本的。请注意，鉴于当时自由竞争的银行制度，汉密尔顿当时并未提出统一货币发行权，而是强调国家银行对金融市场的控制权。

约翰·罗的某种思想在汉密尔顿身上复活了，汉密尔顿希望国家银行必须可以调节流通中的货币数量，进而为联邦政府筹资。简单地说，就是建立一个国债市场，以联邦政府关税为还款保证发行新债券，由国家银行发行货币收购各州债务。在汉密尔顿眼中，此举必定将使政府获得新的财政来源，建立有活力的行政机构，而且可以使美国建立巩固的联邦。

今天看来，这仍旧是一个非常伟大的构想，今天呼吸之间就能撼动全球金融业的美国国债体系从这那时起便“应该”出现在世人面前（请注意“应该”二字，然而，当时并没有出现）。后人对这种构想有如此评价：按照当时的标准，汉密尔顿的政策让美国很早就拥有了“世界级”的金融体系。他强调，这种体系在银行系统与其他金融市场之间创造了密切协作的纽带。美国的经济增长是否如塞拉所说的“由金融引领”仍是一个争论中的问题，但这些政策很显然在很早的时候就为经济增长提供了便利。

由于历史的局限性，伟大的人、伟大的设想往往不被当世理解，其伟大之处只能由后人诠释。

要知道，在很长一段时间里（一直持续到19世纪30年代中期），美国人在流通中没有自己的金属货币，只能回归殖民时期的做法，使用外国硬币……

一开始，美国国会就是一个各方势力博弈的场所。果不其然，汉密尔顿的提案遭到了激烈的反对。所幸，1791年2月，美国国会批准了财政部的提案，成立合众国银行，股本1000万美元，共计25000股，对应25位董事，其中5000股由财政部持有，对应5位联邦政府任命的董事，其余为私人股份。

美国第一银行总部设在费城，在8个州设立分行，特许经营权20年。

作为向对手的妥协，汉密尔顿同意各州成立各自的银行，美国州立银行、联邦银行的区分就是从这个时候开始的。这种方案相对完美地融合了汉密尔顿的联邦主义与杰斐逊的州权主义：美国第一银行具备集权能力，该银行董事会席位分别来自政府和私人部门，没有过分集中权力；各州可以设立自己的银行，是一种集权下的分权。

由此，金融业在刚刚建立的美国进入了一个飞速发展的时代，1790—1800年，美国已经有马萨诸塞银行、纽约银行等29家州立银行出现。如果这样继续下去，那么未尝不是一件好事。

关键时刻，汉密尔顿出昏着了……

桃花源里无金融

国家经济政策的真谛并不全都在于发展经济、促进资源有效流动、提高社会总体福利，更在于均衡各方利益、平衡国家和民族长短期利益。西方经济学所谓“个人经济理性”以利润最大化为公理性假设，从社会整体福利来看，个体理性的东西往往是集体非理性，尤其在金融市场。

举一个例子，金融除了投资实业，还可以实现资金自我循环：把资金融入实体经济，要研究市场、选择企业、研判风险，还要面临烦琐的手续，最重要的是还要承担风险；相反，金融机构的信誉一般来说总比实体企业高，即使有风险一般也不在当期。

对金融来说，同样是一块钱，从泡沫里赚来的、从实体经济赚来的，有区别吗？

对金融机构来说是没有区别的，钱就是钱，资金自我循环一样能产生收益。仅从银行个体来看，实体经济收益确实不高，但风险又挺高，个体经济理性有错吗？答案显而易见。一旦资金陷入自我循环就会难以自拔，实体经济就会失血，在个体理性引导之下，最终丧失集体理性。

极端情况下，金融业如果利用资金占有的先发优势做出仅具备个体理性的决策，结果必然是：钱从实体经济中来，到金融中去，最赚钱的行业变为玄学。此时，泡沫一旦形成，人们就只听故事，不看现实，投资者就只看现金流，其中的道理很简单：故事里想赚多少钱就有多少钱，实体经济却需要实实在在赚到钱。

当人们想要多少钱就有多少钱时，泡沫的盈利逻辑就会变成钱从公众兜里来，到骗子手中去。看起来绚丽的泡沫最终一定会破灭。从郁金香泡沫到全球金融海啸，所有金融危机都是这样开始的，又都是这样结束的。

天下之财，止有此数，不在金融，便在实体。

公共政策的关注点就是遏制集体非理性，这才是国家权力存在的真

谛。在美国建国的时代，新兴工业部门属于先进生产力，传统农业相对缺乏效率。汉密尔顿偏执地认为，银行就应该支持最有效率的部门——工商业，至于农业，靠天吃饭足矣，根本用不着找银行贷款。

他这样描述道：一旦制造业建立起来，并在我们中生根，就会给美国的未来开辟一条伟大光明的道路，并能对付任何暴君的干涉……

汉密尔顿不仅这样想，还这样做，而且确实做到了。1792年，汉密尔顿提出并运作美国国会通过《铸币法案》，该法案以联邦政府的名义规定了美国金币、银币的铸造标准。这本无可厚非，自由铸币时代也是有规矩可寻的，问题是汉密尔顿在其中偷偷埋下了一颗地雷——各州银行可以按联邦标准铸造金币和银币，但禁止各州银行发行纸币，只有美国第一银行才有权这样做！

美国第一银行发行的货币就是最初的美元。不过，美元此时还不是世界货币，诞生时以西班牙元为基准，两者的官方比价是1：15。

当时的人们可不会为美元的诞生而欢呼，只是觉得授予美国第一银行独家纸币发行权太过分了。美国第一银行垄断纸币发行，今天看来天经地义的事情在当时是行不通的。美国第一银行牌照已经涉及全国性业务，为什么还要垄断货币发行权？同样是经营货币的企业，凭什么美国第一银行能获得特许权？

不要说金融这样关系国计民生的行业，在任何一次资源分配中，任何一方想独霸天下，把大部分蛋糕切走都会出事。何况，美国第一银行真的很不厚道。

美国财政部在董事会中只占5个席位，无法左右美国第一银行。汉密尔顿希望美国第一银行稳定金融市场、支持工商业发展，谁也没有想到，美国第一银行什么都没做，其存在本身就引发了市场混乱。

1791年7月4日，美国第一银行股票开始上市交易。所有股票在几个小时内被认购一空，当时的报纸这样描述这个独立日：一些为拯救公众自由甘愿在战争中牺牲、抛弃家财的人惊奇地站在一旁，注视着这令人诧异和意想不到的场面。

仅仅一个月，美国第一银行股价就从25美元（发行价）飙升到325美元。宛如半个多世纪前的南海泡沫和密西西比泡沫，13家殖民地，所

有人，无论商人、店员、技工、学徒还是政府公务人员，纷纷倾囊而出，推动着股价的飙升。之后，市场开始流行各种传言：第一银行即将收购纽约银行，纽约百万银行即将和纽约银行合并……

一批股票经纪人开始租用固定交易场所交易股票，1792年，24名经纪人在纽约华尔街68号的一棵梧桐树下签订协议，史称《梧桐树协议》，组成了一个有价证券交易联盟，即纽约交易所的前身。

华尔街诞生了，从出生之日起华尔街就是如此：消息漫天飞，所有银行股价都在狂飙，整个市场为之疯狂……

似曾相识，是吗？

恐惧与贪婪在人性中与生俱来，贪、嗔、痴、慢、疑，或许人类永远无法摆脱金融天道的惩罚，这个轮回将永远存在，所以金融业才需要国家强力治理。

这个时候的美国第一银行真的非常不厚道，手段也让人难以接受。联邦政府给美国第一银行的任务是防止货币混乱，而美国第一银行的主要工作是制造混乱。

第一银行经常收集州立银行的银行券，达到一定数量时，突然要求银行兑付黄金、制造挤兑。这种做法很快在货币市场形成了一种恐怖气氛，各银行纷纷收缩业务，回收贷款，日利率很快飙升到1%。

纽约证券市场刚刚兴起第一波牛市，大家投资兴致正浓，也就难免贷点儿款、融点儿资。货币市场利率飙升对股市来说从来都是重大利空，这个道理在今天任何一个金融市场都一样。于是，华尔街刚刚兴起的牛市马上经历了一场下跌，整整500万美元资产蒸发了。

必须说明的是，美国第一银行这么做根本不是为了遏制市场泡沫，它只有一个目标，就是多赚钱、盈利最大化。

面对突如其来的货币收缩，汉密尔顿果断出手，命令美国财政部收购第一银行股票，支持市场，同时劝告普通银行不要收缩贷款。商人可以用短期票据缴纳关税，而在此之前关税只能用黄金或者联邦票据支付。

美国金融市场在美国财政部的支持下，平稳度过了美国建国后的第

一次波动，没有发生南海泡沫或密西西比泡沫一样的悲剧。

原本这是一件很了不起的事情，可在很多人眼中美国第一银行带来的只有疯狂、贪婪、混乱，汉密尔顿不过是在为一群赌徒撑腰。在“很多人”中，托马斯·杰斐逊（1743—1826年）——美利坚合众国第三任总统（1801–1809年）——就是其中最坚决的人之一，此人将成为汉密尔顿一生中最强大的对手。

1743年，杰斐逊出生于弗吉尼亚州阿尔贝马郡的一个种植园，自幼受到了良好的教育，主要包括拉丁文、古希腊文、古典政治经济学……

杰斐逊生活的时代正是重农学派最流行的时代，在重农主义者看来：唯有农业才是“生产性”行业，商业和工业都不能制造剩余产品。

顺便说一句，有资料说明杰斐逊13岁之前从未离开家族的种植园，活动范围局限于周围20个村庄，毋庸置疑，儿时的田园生活定然对杰斐逊产生了深远的影响，他一定是热爱农庄的！

如果用华夏史籍脸谱式的描述，杰斐逊可以被定义为清流派，自幼就有了孟子中华式小国寡民的理想——百亩之田、五亩之宅。

这位美国总统在《弗吉尼亚纪事》一书中系统阐述了自己的理想：

在土地上劳作的人们是上帝的选民，如果他曾讴歌选民的话；上帝有意使这样的选民的胸怀成为特别贮藏他那丰富纯真的道德的地方。这里才是上帝保持神圣之火旺盛地燃烧的中心……耕种土地的广大群众道德浮华的例子在任何时代、任何国家都没有过。为了维持自己的生活，不像农民那样尊重上苍，尊重自己的土地和自己的劳动，而是依靠偶然性和顾客的反复无常的性格，走向道德腐化……

在杰斐逊心里，唯其如此，国家才能成为世外桃源：

……

我们的人民将尽可能早日回到原料品（农业原料品）的栽培中来，并且用这些原料品去交换比他们自己生产得更为精美的制造品……当我们有土地可耕的时候，我们不希望看到我们的公民在工作椅上工作或摇动一个卷线杆……对于制造业的一般运行来讲，让我们的工厂留在欧洲吧！

……

建国初期，美国是一个以农业为主的国家。尤其是在南方，很多人都过着一种恬淡的田园生活，风靡世界的小说《飘》对此有过深入的描写，前半部分女主角斯佳丽的庄园聚会就是当时的写照。人们对货币或财富的渴望不是那么强烈，正如塞勒所言：弗吉尼亚不那么喜欢钱。

杰斐逊一心建立日出而作、日落而息的桃花源，这时候汉密尔顿要建立美国第一银行，还要垄断货币发行权？说不通啊！

此时此刻，杰斐逊已经是美国的精神领袖，他是《独立宣言》的起草者，曾写下那些震撼全人类的篇章：

……我们认为下述真理是不言而喻的：人人生而平等，造物主赋予他们若干不可让与的权利，其中包括生存权、自由权和追求幸福的权利……

《独立宣言》的内容明显受到了资产阶级思想启蒙者洛克的影响，洛克是最早的货币数量论追随者之一，我们说过洛克曾经在1696年与英国财政大臣朗兹有过一场货币大辩论。在金融领域，杰斐逊全盘接受了洛克的货币数量论，在他畅想的桃花源里，不可能给银行留下足够的位置。

美国第一银行即使有联邦特许权，所发行的银行券也只是一种票据。在杰斐逊眼中，这玩意儿就是一张废纸，怎么能成为货币。更重要的是，通过银行代理国债和税收，无疑将使得联邦政府受制于私人资本。

还有一点更重要，杰斐逊本身就是一个农场主，商业化经营的农场主有资金需求很正常，也就难免干点儿抵押之类的活儿。不正常的地方在于，杰斐逊是政治上的伟人，根本不是一个合格的企业家，最终搞得资不抵债，近乎破产，儿时梦幻般的庄园差点儿被银行没收。

家产被银行没收显然不是什么愉快的经历，杰斐逊对银行的痛恨便源于此。在杰斐逊眼里，银行是完全的食利阶层，凭什么收走庄园？什么都不干，静等着吃利息，这种人跟骗子没什么区别，与“农业”真正的价值差距太大了。

由此，伟大的杰斐逊在任何一部美国历史书中都被描述成汉密尔的生死冤家。汉密尔顿号称“美国金融之父”，杰斐逊则是个地地道道的“商业农民主义者”，一心干掉美国第一银行。

汉密尔顿终其一生都在和杰斐逊对抗，所幸，汉密尔顿在最后时刻与杰斐逊达成了某种程度上的妥协。我们要说，这仍旧是一场伟大的碰撞，虽然二人观点截然相反，所代表的利益集团也各不相同，在众多领域——上至国体政体、经济制度，下至思想文化、产业政策——都无法取得共识。为了联邦的利益，二人最终又不得不互相妥协。这两位伟人之争的重要性超过了美国历史上任何人之争，因为它关系着美国的过去与未来。

更有意思的是，无论是汉密尔顿还是杰斐逊，都不仅仅是理论家，他们都曾是手握重权、能左右国家走向的人，在各自权力范围内尝试着自己的主张，最终走向了融合，也为金融学提供了一次最好的试错。

巅峰之辩

汉密尔顿和杰斐逊第一次公开交手是在1790年，与《关于国家银行的报告》有关。当时，汉密尔顿担任美国财政部长，杰斐逊则是美国国务卿，两位国父级的人物之间展开了一场声势浩大的辩论。

美国宪法历来被美国人视为最神圣的法律，双方的争论便从宪法依据开始。同样一部宪法，在财政部长、国务卿口中出现了两种解释：

——汉密尔顿认为，联邦宪法规定：……如果目的已在任何特定权力范围内得到明确的了解，并且，如果具体措施与该目的有一种明显的关系，而又没有为宪法的任何特别规定所禁止，它就可以毫不含糊地被认为是属于国家当局权限以内的……所以，联邦政府设立银行是合法的。

——杰斐逊认为汉密尔顿在玩弄文字游戏，针锋相对地向华盛顿总统表示明确反对：美国宪法只是提及联邦政府可以制定“必须的”和“适当的”法律，并未提及可以借此牟利，其中就包括组建国家银行。联邦政府根本不能与私人联合成立银行，因为，银行是不被需要的。因此，不能根据此宪法授权成立银行。

据一位法律专业的朋友说，杰斐逊的解释更可靠，汉密尔顿有点儿牵强。但是，可靠的杰斐逊忽略了一个不可靠的问题——不组建强大的银行，联邦政府靠什么还钱？否决汉密尔顿很容易，反正财政部长是汉密尔顿，负责为联邦政府筹款的是汉密尔顿，又不是杰斐逊，杰斐逊只负责花钱！

杰斐逊根本不顾及汉密尔顿的感受，近乎偏执地想尽一切方法为美国第一银行设置障碍，还找到了一个很好的联盟——詹姆斯·麦迪逊（1751—1836年）共同反对汉密尔顿，还为此组建了一个政党——民主共和党，今天美国共和党的前身。

——1791年4月，杰斐逊动用国务卿的权力，在汉密尔顿不知情的情况下任命了一名财政部监察官——财政部二把手。当时美国第一银行

尚未正常运转，这位监察官上任，后果可想而知。大概是华盛顿总统认为杰斐逊做得太过分了，否决了此项任命，才避免了美国第一银行直接夭折的命运。

——一计不成，还有一计。1793年，杰斐逊再次出招，向众议院提出肢解财政部的提案。根据内外分离的原理，财政部应该被拆分为海关总署和国家税务局。杰斐逊原本希望借助众议院议长麦迪逊的影响力，但议员对麦迪逊不买账，关税占美国联邦政府9成收入以上，如果把关税从财政部分出去，那么欠下的债谁来还？

——杰斐逊公开揭发汉密尔顿和联邦党人的一系列腐败行为，这一点确实是汉密尔顿不地道。在国债整理方案之前，国债在很多州严重贬值，只有原价的1/2～1/12。很多人以极低的价格出售国债，恰恰这个时候，联邦党人大肆低价收购，因为他们知道国债整理方案。在当时一个熟练技工月收入不足10美元的情况下，有资料统计这些人获益达到千万美元的级别。所谓“很多人”以汉密尔顿的亲信为主，消息一出舆论哗然，也给汉密尔顿在历史上留下了极不光彩的一笔。从当代来看，这属于典型的内幕消息案，获利的人应该被判刑。不公平的是，当时汉密尔顿财政部长的位置丝毫没有被撼动。

杰斐逊和麦迪逊都是大思想家，能执笔《独立宣言》，文采肯定不差，既然不能在政坛取得优势，干脆就用笔杆子与汉密尔顿开始辩论。先在舆论上占领阵地，然后发动攻击！

1791年10月，杰斐逊、麦迪逊等人创办《国民报》，以此为阵地攻击汉密尔顿的财政部。在杰斐逊笔下，汉密尔顿和他执掌的美国财政部是“侵害我们人民并吸光他们财富的成堆的官僚蜂群”，支持汉密尔顿的国会议员则是“一伙腐化的商人”“立法机关中很多变成了股票买卖经纪人的人”……

除了痛骂，《国民报》的一系列文章还把战火引到了整个银行业：银行将吸纳农业资金并将之转移到工商业，这就是一群吸血鬼；城市居民可以方便地将纸币换为金银，农场则不可能，一旦银行倒闭，纸币就是一堆废纸；各家银行中又以美国第一银行为甚，他将吞并各州银行，培养一批效忠于货币利益的集团；金融业不创造真正的财富，只会助长投机和不劳而获的行为，使官员腐化；东篱和南山的牧笛将被奔驰的铁马撕破，农业将因此衰落，最终动摇合众国的根基……

总之，以美国第一银行为代表的银行制度不过是“一伙骗子在发财”！

汉密尔顿久历枢庭，自然不会坐以待毙。1792年，汉密尔顿在一份叫作《合众国报》的报纸上用一系列文章阐释了金融体系基本理论，顺便对杰斐逊先生进行了一点儿人身攻击。汉密尔顿亲自撰文，这样描述杰斐逊：

政府一个主要部门的首脑杰斐逊先生成了以诽谤政府及其措施为明显宗旨的一家报纸的保护人……他既在这个政府中担任公职，又利用官场势力反对政府……他既在那个政府中任职，同时又协助污蔑经国会两院多数通过，又经联邦总统批准的措施……

双方剑拔弩张，矛盾看起来根本不可调和。

美国本土历史学家有这样的观点，华盛顿总统没有连任而隐退，很大原因是无法调和汉密尔顿和杰斐逊之间的矛盾。二人本是华盛顿总统的左膀右臂，本应荣辱与共，二人却来了个左右互搏，吵得华盛顿焦头烂额，一刻不得安生，没法子只能辞职。之前，华盛顿总统曾亲自给二人写信要求休战，要求“各方都抛弃伤人的指责”，但是，华盛顿所有的努力都成为泡影，二人分别给华盛顿回信说对方是“始终反对的目标”。

华盛顿的担心多余了，在这个名义上信仰上帝的国家，最大的信仰永远只有一个，那就是钱。所谓政敌，大家求财不求气，只要有钱，一切好商量。

汉密尔顿和杰斐逊的斗争只是表象，其根本是共和党和联邦党的争斗，一方希望集中资源发展工商业，一方希望继续发展大种植园。以汉密尔顿为首的联邦党人希望组建强势联邦政府，并与英国和好；以杰斐逊、麦迪逊为首的共和党人则希望各州自治并尽量远离英国。

政治势力角逐的本意从来都不是对抗，而是双方根据实力妥协，取得各自的收益，没有人希望双输。杰斐逊与汉密尔顿的矛盾是公怨而非私仇。用影视剧台词来说，就是“如果你一枪打不死我，我又活过来了，咱俩还能做生意，只要价格公道”，这才是资产阶级政治家应该有的觉悟。

资本主义制度下的农场并不是自给自足的小农经济，要依靠市场销

售农产品。杰斐逊之所以倡导农业，并非因为单纯酷爱田园生活，更重要的是因为在他的少年时期全球都处于经济短缺时代，农产品是不愁销路的。

工业化同样给农业带来了翻天覆地的变化，美国本土农业也面临着来自全世界的竞争，无论作为国务卿还是作为农场主，杰斐逊和他背后的利益集团都需要寻找出路。1793年，杰斐逊发表了一份重要的文件——《关于商业特权和对它的限制的报告》，报告中这样说：

美国与任何国家进行自由贸易，是明智的选择。因为它可以使美利坚民族得到实惠，进而逐步扩展到所有人。

杰斐逊相关研究认同如下观点：这份报告标志着杰斐逊从农本思想转变为重视工商业，只有适当发展工商业才能使美国获得与欧洲列强相抗衡的资本。

关于银行，杰斐逊最终也改变了自己的观点：不管怎样，我们还是从银行中得到了实惠。但如何健全我们的银行体制，完善股权分配，保证银行的运营不被私人控制，尽可能降低存款风险，使国家经济利益不受损失，是我们关注的焦点……

从这些评价中我们可以看出，此时的杰斐逊对美国国家银行体系仍然不满意，但已经谈不上深恶痛绝，也许是因为杰斐逊没有办法吧。之所以不满意，是因为汉密尔顿设置的美国第一银行联邦政府所占股份太少，他大概忘记了，最初这个制度设计是杰斐逊本人的意见，目标是恰恰就是反对第一银行过于集权。

1800年，华盛顿已经逝世，没有看到曾经让他头疼的二人终于走到一起的场面。在汉密尔顿的鼎力支持下，杰斐逊就任美国总统，此时汉密尔顿已经不是财政部长。投桃报李，让所有共和党人意想不到的是，杰斐逊选择全盘保留汉密尔顿留下的金融体系，坚决维护了美国第一银行的货币发行权，并且鼓励商业银行积极从事贴现、贷款等业务。很多人甚至认为，杰斐逊，这位最坚决的共和党人居然变成了一个“汉密尔顿分子”。

当家才知柴米贵，8000万美元的国债压到总统身上，昔日的对手开始推崇汉密尔顿建立的财政金融体系——“偿债基金、国家银行和税收体制”，其中，银行体系是最为关键的一环。没有美国第一银行，联邦政府

的财务实力根本无法支撑如此庞大的债务，华盛顿的难题，杰斐逊同样要面对，他怎么可能反对美国第一银行？

1805年，杰斐逊连任总统，很快就遇到了更为严峻的挑战。

1807年，英美关系交恶，英国对美国实行了工业品禁运。美国还是一个农业国，工业品禁运逼迫杰斐逊政府不得不采取鼓励工商业和银行业的做法。也许不会有人想到，恰恰是英国对美禁运造就了强大的美国制造业，也彻底扭转了杰斐逊对银行的态度。禁运之下，曾经泛滥于美国市场的英国工业品彻底消失了，杰斐逊所倡导的农业必须向工业制造业让位，在银行的引领下，资本如潮水一般涌向了制造业。

从1807年开始，纺织、造纸、钢铁在美国中南部一些州如雨后春笋般涌现，以新英格兰州为例，1808年纱锭从8000锭猛增至31000锭，纺织厂从15家增加到87家。有人这样描述费城的景象：

无论谁在费城街上走一趟都会发现，尽管这里经历了12个月的贸易萧条，但几百座结实而漂亮的厂房还在施工，劳工们被雇用而且工资优厚，他们在街道的每一个角落都能读到工厂招雇工人的广告……

在银行体系的支持下，此时的美国已经走上了工业化的快车道，世界上第一艘蒸汽轮船“克莱蒙特”号诞生于美国；商业又借助工业、银行业实现了大爆发，1805年美国贸易额已经占全球1/3，到1810年杰斐逊离任后，全美工业产值已经突破1000万美元，将英国与法国甩在了后面。

杰斐逊在一篇文章中这样写道：

我们现在必须使工业品制造者和农产品生产者并驾齐驱。试问，我们是应该自己制造我们享用的物品，还是仰承外国的鼻息，样样都用舶来品呢？经验已经让我知道，目前各项制造业对于我们的享用和对于我国的独立来说是同样必要的……

遗憾的是，汉密尔顿永远无法看到老对手如何维护美国第一银行了。在美国历史上，汉密尔顿与华盛顿、杰斐逊并称为“开国三元勋”，这位同样是国父级别的人物的死亡原因令人非常费解——死于时任副总统阿伦·伯尔的枪下。

阿伦·伯尔与杰斐逊同为共和党总统候选人，却在党内获得了一样的票数，同为73票，联邦党人的选票就成为决胜因素。汉密尔顿明显支持杰斐逊，伯尔落选总统，成为副总统。1804年，卸任之前伯尔希望竞选纽约州州长，在汉密尔顿的强势干预之下，计划再次流产。

可以这样说，汉密尔顿简直就是伯尔政坛上的克星，每一步都被汉密尔顿否定。一怒之下，堂堂在任副总统居然拿出了最原始的方式——暴力杀人来解决问题。1804年7月12日，伯尔开枪杀了汉密尔顿，然后逃之夭夭，美国金融之父以一种谁也没有想到的方式结束了生命。为此，阿伦·伯尔是迄今为止美国历史上唯一一个因叛国罪被通缉的在任副总统。

第8章 市场生死劫

没有银行的日子

1809年，詹姆斯·麦迪逊成为美国第四任总统。与杰斐逊一样，麦迪逊也出生于弗吉尼亚农场主家庭。除了相似的出身，麦迪逊还是杰斐逊的亲密战友，杰斐逊任总统时的国务卿。

两任总统一脉相承，对银行的态度都经历了“否定之否定”的过程，只不过麦迪逊与杰斐逊相反，从支持银行转向了反对银行。麦迪逊接任总统的时候不再是反汉密尔顿主义者。相反，他认为银行有存在的必要，但是美国第一银行的制度有待改进。

所以，美国第一银行应该改良，最重要的理由有两条：

——联邦行政及司法权力不应该把手伸向金融，同样，金融的边界也不应该延伸到行政或司法。美国第一银行成立的最重要的任务是整理国债，美国联邦政府欠的钱太多了，不应该由国家银行体系偿还，而是应该把责任交还财政部。麦迪逊这种金融直觉无疑是正确的，金融不得向财政透支已经是当代常识，更何况第一银行是商业银行，就更不应该向财政部融资。麦迪逊这样描述自己的观点：如果美国国会有权仅仅因为需要钱就成立银行，那么，它可以成立任何一种形式的商业主体。这样下去，联邦的权力将会无远弗届。

——美国的国家银行不应为私人牟利。为避免美国第一银行权力过于集中，在杰斐逊的斡旋下，联邦政府在美国第一银行中仅有5%的股份，其他股份的主要持有者居然是殖民地宗主国的中央银行英格兰银行以及其他欧洲投资者。此时独立战争刚刚结束，美英势同水火，大英帝国与原殖民地之间的矛盾几乎不可调和，美国第一银行的股东居然是敌人！

按照麦迪逊的思路，美国第一银行并非罪大恶极，诸多弊端慢慢改

正即可。如果真的是这样，那么后面的美国历史可能会平和很多，遗憾的是，真实的世界没有给麦迪逊留出足够的时间。

从杰斐逊任总统开始，英美矛盾就不断升级，麦迪逊刚刚接任总统，英国人就在美国北方边境不断惹是生非。1810年前后，英国人利用印第安人失去土地的悲痛鼓动并武装印第安人，印第安人在五大湖地区不断袭击平民，成为英军进攻美国的先锋。

外敌当前，共和党和联邦党人第一次在一个问题上没有产生任何分歧——对英国作战，攻入加拿大，一劳永逸解决后患，打垮加拿大的英国人！就这样，工业品获得了巨大的市场，南方奴隶制庄园也会有更广阔的空间。

就在全美同仇敌忾的时候，美国第一银行作为获得全美特许经营权的银行，其大股东居然是英格兰银行……

如果仅从投资者稳定性和商业可持续性来说，英格兰银行也许是当时美国第一银行股东的最佳选择之一。可在民族大义面前，美国最强大的银行为英格兰银行赚钱，确实有点儿说不过去。匹兹堡一居民组织给美国国会写信称：我们成千上万的居民成为美国银行的奴隶，他们由于害怕冒犯英国股东和联邦董事而不敢凭自己的良心行事。

在这件事成为社会焦点的背景下，1811年，美国第一银行专营特许状到期，向国会申请延期。这是一场近乎白热化的争斗，在众议院，赞成派和反对派的票数以17：17打平，在参议院则是64：63，仅仅以一票之差否决了美国第一银行特许状。

人们对美国第一银行的态度耐人寻味，原来反对银行的共和党人态度相对温和，原来支持银行的联邦党人反而成了反对势力。

朋友一旦变成敌人，就会比敌人更危险，因为曾经的朋友知道你的一切，甚至本身就是银行出身。州立银行在联邦党人中的势力远比在共和党人中强大，州立银行最痛恨的莫过于强大的美国第一银行。对中小银行来说，美国第一银行是天然的敌人——大家都是商业银行，凭什么你挡我财路？

股东结构成为联邦党人攻击美国第一银行的最佳托词：美国第一银行的大股东怎么能是敌人的英格兰银行？还想延期？巴不得你关门大

吉！

1811年3月3日，美国第一银行失去了特许状（未停业清算，后来美国第一银行的主要业务并入波士顿银行）。

乔纳森·休斯在《美国经济史》中对美国第一银行给出了盖棺定论的评价：

历史学家非常同意，在第一银行的生涯中，其中央银行的工作完成得很出色。它高效地完成了联邦政府的大部分财政工作，为州银行的扩张安装了一把安全阀……事实上，这正是其矛盾所在。第一银行并不是以调控机构的身份获得特许状的，虽然这些央行控制的举动被现代历史学家赞许，但在当时的人们看来，那是篡权。

联邦党人或许没有想过，如果有一天战争降临新大陆，国家没有强大的银行体系，那么联邦政府应该如何为自己融资？这些不是联邦党人考虑的事情，反正麦迪逊总统是共和党人。

不幸的是，美国第一银行消失后不足两年，战争真的降临在新大陆。1812年6月，美国对英国宣战，新大陆本土陷入战火。

原本这场战争应该没有悬念，美国从上到下都信心满满，早在杰斐逊时代美国主战派众议院议长亨利·克莱就曾放出狠话：征服加拿大是我们力所能及之事。我确信光是肯塔基州的民兵就足以把蒙特利尔从加拿大版图上拿下来。甚至一向奉行“孤立主义的”杰斐逊本人也这样认为：与加拿大英军作战，只不过是向前进军罢了。

美国人的信心是有理由的。当时，英国刚刚结束了对法战争，国力疲敝，驻扎北美的军事力量跟新大陆不在一个量级上。开战之前英国在加拿大只有大约5000名士兵，而美国在战争之初动员了几万人的军队，其中正规军7000人，另外还有10艘军舰。

开战之初，美国人斗志昂扬，兵分三路直接攻入加拿大，趾高气扬，火焚多伦多。仅仅数月之后，气势汹汹的美国军队就丧失了锐气，被英军反攻进入美国本土，这是美国建国以来也是历史上唯一一次被敌人攻入本土。

1813年，美国在战争中丧失了制海权，海运、渔业全部中断，到

1815年战争结束，出口额从1.08亿美元下降到1000万美元。更糟糕的是，1814年8月，英军进攻华盛顿，战争过程与结果非常令人费解：美利坚合众国的首都有多达数千人的正规军驻守，居然败在了300名英军手中，然后，白宫被英军焚烧……

美国第二次独立战争，美国为何会败得如此狼狈？我们研究的视角是金融，具体来说就是金融发展对战争的影响。分析敌对双方，英国有强大的英格兰银行，美国正好在这个时段关闭了美国第一银行，或许这从一开始就注定了失败。乔纳森·休斯在《美国经济史》中赞同这种观点，对美国失利的原因做出了如下解释：之所以战争打得“狼狈不堪”，完全是因为没有银行体系筹资，当时的情况是“政府在筹集战争资金方面遇到了很大的困难……由于没有银行，政府损失了4600万美元，因为他们不能以平价出售债券……”

第一银行解体，美国虽然失去了一家全国性大银行，却收获了诸多新建立的州立银行和纸币。

——1811—1816年，美国的银行数量从88家激增到250家。

——银行拥有的铸币总量从1811年的1490万美元缩减为1815年的1350万美元。然而，在铸币总量减少9.4%的情况下，纸币和支票账户余额的总和却从1811年的4220万美元增长到4年后的7900万美元，增长了87.2%。

市场原教旨主义者认为，自由竞争的金融体系效率最高，美国第一银行解体后美国的实践为我们提供了最佳的试错机会。

原本按照汉密尔顿设定的金融体系，州立银行是无权发行纸币的。美国第一银行解体，这条联邦层面的法律在很多州被直接无视。在金本位时代，银行自由发行银行券并没有问题，只要限制在能保证兑付的范围之内即可。如果银行超量发行银行券，这家银行破产就是了。

遗憾的是，金融体系里没有“如果”二字。当时的美国政府不敢让银行体系破产，战事忽起，联邦政府没有军费，只能依靠这些乱发纸币的商业银行筹资。美利坚合众国刚刚建立的时候，工业集中于新英格兰地区的马萨诸塞等6个州，联邦政府这些借来的银行券大多被用在这6个州的军需采购上。

一开始，新大陆的世界就不看重联邦政府的权威，在新英格兰地区，厂家接受了纸币，当地银行却要求存入铸币，也就是真金白银。也就是说，新钞很大一部分都会向发行银行提现，这就要求有充足的铸币储备——显然这是不可能的事情。

很快，联邦政府就无以为继了，一是银行券采购不到军火，二是花出去的银行券搞得美国国内银行纷纷倒闭。

1814年，除了新英格兰银行等少数几家银行，全美银行业开始大面积停止兑付铸币。有人这样描述当时的情况：不兑现的纸币发行过多，贬值剧烈，有的甚至成为废纸，联邦政府由于接受贬值的和没有价值的银行券而遭受了大约500万美元的损失。

现代商业银行从诞生的第一天起就属于自负盈亏的企业，与实体企业不同的是，它具备更强大的信用和负债能力，可以掌握现金流。按照我们提出的金融第一定理，本金比利息更重要，某种条件下金融机构可以把本金当资本金用，不仅仅是金融机构，任何一家企业，只要掌握现金流，便可以生存下去，可以不破产；不破产就会消耗现金，此时就不会侵蚀股东，而是会凭借信誉吞噬社会资源。

正因如此，金融业破产对社会经济体系循环的伤害是巨大的。

金本位时代，银行超量发行货币本应由兑付机制自动调节。禁绝市场调节，等于让银行免去了经营风险和债务契约。既然不在乎风险，那么谁又怕自己利润更多呢？货币超发便成为常态，商业银行经常发行过量货币，根本不顾及自身黄金储备，结果显而易见，必然是全美国范围的超级通货膨胀。1811—1815年，新大陆批发价格指数增长了近90%，零售物价指数应该更高，可见通胀之惨烈。

1814年，英国在欧洲大陆打败了拿破仑。经历了11年的对法战争，英国无力再远涉重洋打一场征服北美新大陆的战争。实际上，是拿破仑而不是美国自己拯救了这个国家的命运，如果没有对法战争，曾经征服了全球的日不落帝国，还能怕一个13个州的殖民地？这段时间英国的情况是这样的：英镑汇率贬值，英格兰银行也停止了兑付（我们曾在第6章做了说明）。在军事优势明显的情况下，英国放弃了对新大陆的再次征服，英美双方在比利时根特签订了《根特条约》。

《根特条约》没什么实质内容，只是规定双方军队回到开战前的位

置，换句话说，英美双方又回到了起点。美方谈判代表约翰·昆西·亚当斯（1767—1848年，美国第六任总统）如此评价这场战争：除了和平，什么也没有得到。

美国真的什么也没得到吗？

回光返照

第二次美英战争并非没有结果，最实在的结果是给新大陆带来了无穷的金融灾难——看不到尽头的通货膨胀、日复一日的银行挤兑、几乎崩溃的金融体系、天文数字般的联邦债务……

人们终于厌倦了金融危机，想到了汉密尔顿和当年的美国第一银行。1815年，时任美国财政部长亚历山大·达拉斯倡议建立一家新的银行。这也是无奈之举，面对日益严重的通货膨胀，国会必须做出决策。

最具讽刺意味的是，还是当年那些联邦党人——跟着汉密尔顿发财的那些人，也是当年美国第一银行的获益者、如今的大银行家，几乎一致反对麦迪逊的建议。他们中有人这样说：共和党要设立的是一个随时都可能破产的银行，它的存在是不光彩的，它将苟延残喘地存活。

反对当然是无效的，联邦党人没法为联邦政府筹资，美国总统和国会不得不解决现实问题。1816年4月，麦迪逊总统在即将卸任的时候签署了《国家第二银行法案》，决定成立美国第二银行，特许期限20年。

1817年1月，美国第二银行正式成立，总股本3500万美元。同样是为了防止集权，第二银行延续了第一银行的传统，联邦政府在总股份中仅占20%，按股权结构总统可以任命1/5的董事（共计25名董事）。正是这样一个原因，为第二银行将来的败亡埋下了伏笔。

美国第二银行具备发行纸币的特许权力，特许权年限即指代此项。为了有利于纸币流通，联邦政府规定欢迎使用第二银行纸钞纳税，允许第二银行自行在联邦地界内设立分支机构。很遗憾，美国第二银行首任行长威廉·琼斯把金融生意干得热火朝天，这位行长在任职期间对向联邦政府贷款没什么兴趣，倒是热衷于投机，在金融市场呼风唤雨、撒豆成兵、空手捞钱。

美利坚合众国第五任总统是詹姆斯·门罗（1758—1831年），琼斯的任期与门罗重合。

“门罗主义”是门罗总统的施政主旨，也就是今天孤立主义的源头之

一。要想禁止欧洲列强涉足北美事务，不让美国走出北美，只要垄断北美话语权就可以了。当时，“门罗主义”还有一个常被提及的方面，美国在北美大陆扩展疆土，驱逐和屠杀印第安人。疆土的扩展，加上对印第安人疯狂的屠杀再次刺激了美国的土地投机，美国第二银行开门伊始就主要针对土地炒作放贷。

琼斯不愧为危机制造者，当西部土地价格被炒作成天文数字时，琼斯和美国第二银行开始大谈“泡沫”风险。接着，琼斯突然收缩银根，砸低土地市场价格，自己再伺机杀入。

琼斯治理泡沫的方式正确吗？答案显然是否定的。众所周知，泡沫越疯狂越难以治理，因为，泡沫越疯狂，它使银行体系陷得越深。对待疯狂的泡沫，犹如看中医，需要对症下药，徐徐调理，不能用虎狼之药。

每个人都知道泡沫很绚丽，每个人也都知道泡沫一定会破灭，但是，每个人又都期待自己不是最后一个大傻瓜。泡沫因“大傻瓜”而形成，泡沫治理也利用了人们的“大傻瓜”心理，留给人们希望，以时间换取空间。

治理危机必须恢复公众对宏观经济的信心，而恢复信心只能靠时间。在这个世界上，只有时间可以让人忘记伤痛，如果人们不能忘记伤痛，那么时间连伤痛者本人都将忘记，因为时间无限，伤痛或者损失有限。其实还是我们前面已经多次阐述的道理，治理危机就应遵循一字真经——拖。

反其道而行之，想一劳永逸地解决问题，釜底抽薪只能造成断崖式暴跌，甚至导致经济崩溃。琼斯的玩法根本不是治理泡沫，而是制造危机。

此时，真正的超级炒家早已离场，等待下一个轮回。有文献记载，美国第二银行的贷款由1818年秋天时的2200万美元减为1820年年初的1000万美元，土地和房产价格暴跌在所难免。

仅仅在美国第二银行成立后两年，1819年，美国人第一次在现实中见到了经济危机——工人失业、商品滞销、银行挤兑，就连美国第二银行的一些分支机构也在危机中倒闭……有文献这样描述当时的形势：“悲观，满眼都是悲观……”“家中一贫如洗……寒冷的冬天，孩子们只能挨

冻……孩子的父亲没有棉衣和棉鞋”。

琼斯也许不会想到，他的所作所为在美国催生了一个新的政党——民主党，民主党最初成立的宗旨之一就是对抗美国第二银行，由此可见，美国历来就是一个建立在金融业上的国家，国家行为在很大程度上遵循金融定理。几十年内，民主党从一个小党派迅速成长为对抗共和党、联邦党的大党派。这绝非偶然，它从成立之初就抓住了美国政党政治的本质——对国家命脉金融业有足够的影响力。

《美国民主党史》是研究美国民主党的扛鼎之作，作者小阿瑟·施莱辛格毫不隐讳地提到：

1819年的经济恐慌以及随之而来的萧条，第一次使这种开始形成的反银行情绪明朗化，而且同反东部的思想偏见一道促进了杰克逊运动，这一运动形成了民主党。

美国民主党，主要成员是农民、都市劳工，自称杰斐逊、麦迪逊思想真正的继承人，而现有的共和党人已经异化为原来的联邦党人。他们认为，建国道路应当遵循杰斐逊从政初期所设定的理想，联邦应该成为田园牧歌的典范，而不是让一群人依靠银行成为超级富豪。他们强烈反对商业银行，反对金融，甚至反对工业和商业发展。

此后，民主党带来的思潮将在美国第二银行去留之间起到决定性作用。在提及这些之前，我们还是沿着时间顺序回顾美国第二银行自己的救亡吧。

不得不说，门罗是一位英明的总统，在众多人选之中，他选中了尼古拉斯·比德尔。1822年，比德尔成为美国第二银行行长。很有趣，这位尼古拉斯·比德尔深谙银行之道，正是因为对银行太熟悉，他才很不情愿地坐上这个位置。总统门罗威逼利诱，最后打着爱国主义的旗号才让比德尔就范。

比德尔就任美国第二银行行长，这才围绕第二银行的存废上演了一段更惨烈的政商大战。

十三从军征

谈及美国第二银行的存废，安德鲁·杰克逊（1767—1845年）是一个绕不过去的人物。美国第二次独立战争的时候，杰克逊是一名民兵少将，在战争末期起到了关键性作用。这场战争中有一场著名战役——新奥尔良战役，美方主将就是杰克逊。此役是美国坐在谈判桌前的最大的筹码，杰克逊身先士卒率众击溃了英军，人们记住了他喊出的一句口号：要让新奥尔良变成英国人的硬核桃。

从此，杰克逊得到了一个“老核桃木”的绰号，意思是此人非常硬气——对英军作战硬气，取消美国第二银行特许权也毫不手软。

有人说，当一个人过了20岁，就已经过了半生。人在5岁的时候，觉得一年是一生的1/4，20岁的时候，觉得一年是一生的5%，按经济学递减的边际规律，20岁后的日子虽然很漫长，人类却对它根本没有感觉。

或许这只是心理学上的一种假设，但人类童年、少年时代的经历将对一生产生重大影响，在杰克逊身上，这一点体现得特别明显。

要想理解19世纪30年代美国第二银行存废之争，我们必须对杰克逊的少年故事有所知晓，否则很多事情难以单纯地从金融学甚至正常的角度来解释。这或许就是今天经济学已经出现的和心理学融合的趋势，相关流派被称为行为经济（金融）学。

杰克逊是美国第七任总统，是第一位真正的贫民总统。1767年，杰克逊出生于美国西部一个小木屋中，他是一个遗腹子，母亲抱着他的时候只在想着明天的早餐，根本没有意识到襁褓里的孩子将成为后来的美国总统、美国第二银行的刽子手。

杰克逊的家庭很不幸，独立战争中，他的母亲病逝，两个哥哥一位战死，一位病逝，13岁的杰克逊成了孤儿。中国古代有首乐府诗叫《十五从军征》，杰克逊入伍要早于这个年龄，即13岁。这位童子军从军一年之后被英军俘虏，因为拒绝给英国军官擦皮鞋，脸上被划了一刀，幸

亏不是致命伤。

总之，杰克逊的少年时代充满了各种不幸，他甚至没有上过几天正规的学校，直到成为总统时连文法拼写都成问题。杰克逊的传记作者巴西特教授曾经说过：在我们的历届总统当中，大概没有一个比杰克逊读书读得更少，并且在读过的书中懂得更少的了。

参军之前，杰克逊还是一个不知所措的少年，艰苦的战争环境造就了这个男孩坚韧不拔、宁折不弯的性格——只要认为是真理，就必须坚持。也许正是这种性格塑造了杰克逊的人生。

对杰克逊来说，还有什么是不可失去的呢？

失去了亲人，失去了家园，失去了一切，甚至在被俘生涯中差点儿失去生命。我们有理由相信，正是这种人生经历塑造了杰克逊的自信，让他相信自己可以战胜一切强大的敌人，还有什么比失去以上种种更痛苦的呢？杰克逊在当上总统之后曾经这样描述自己：我对一切问题都有自己的见解，见解一旦形成，我就公开加以推行，不管谁跟我走都一样。

成人之后，杰克逊最强大的敌人不再是拿着滑膛枪的英国军人，而是在他眼中穷凶极恶的美国第二银行。青年杰克逊开始与银行产生交集，很遗憾，在交集中银行完全是反面角色。

从军时代，杰克逊是一名民兵少将。所谓民兵是没有联邦政府拨付军费的，部署战役、调动军队、寄养配给都要自己凑钱。杰克逊没有钱，为了打赢新奥尔良那场决定美国命运的战役，杰克逊不得不央求时任国务卿詹姆斯·门罗，门罗向银行抵押了个人财产才筹措到了军费。

为了民族大义、祖国独立，将士们连性命都不顾，银行居然对我如此盘剥，在钱上斤斤计较，青年总统焉能对银行有好印象？

这不是杰克逊对银行产生坏印象的唯一原因。被银行坑惨了之后，杰克逊直接走到了银行的对立面。1788年，杰克逊移居田纳西地区纳什维尔镇，为一位律师服务。这位律师专门接与借贷相关的案子，遗憾的是，总统的雇主站在了银行的对立面——专门为债务人提供法律服务，击垮债权人，让债务变得没有法律依据。

这门生意看起来很赚钱，为杰克逊掘到了第一桶金。在田纳西地区，杰克逊开始拥有自己的庄园、奴隶、马车。据说，当他出现在田纳西的琼斯伯勒时，他已经拥有两匹马、一群猎狐犬以及一名黑奴少女。这美好的田园生活，最终毁在了银行的手中。

西进运动推动美国领土大幅扩张，在这场如火如荼的运动中，按照门罗总统的政策，联邦政府以很便宜的价格把土地出售给移民。例如，1820年，西部80英亩[1]土地售价只有1.25美元。由于农场面积一般都很大，西进运动的拓荒者支付不起这笔费用，大部分人还要向银行贷款。

农场主的扩张是螺旋式的，一旦扩大经营就必须向银行借贷，银行借贷又需要通过扩大经营来还款，农场主的资产越来越多，债务雪球也越滚越大。

杰克逊恰好生活在这段历史之中，未能免俗，也想在西进运动中实现财务自由。糟糕的是，这位未来的总统判断能力太差，最终折腾到血本无归。杰克逊出售了自己的农场，换回来一堆纸币，就在杰克逊兴冲冲地准备进军西部的时候，发行纸币的那家银行破产了，银行券变得一文不值。

可想而知，杰克逊对银行会痛恨到怎样的地步。从此，杰克逊更加坚信杰斐逊主义，他认为：私人银行（第二银行，因为第二银行的股权分配仍然是私人持股多于政府持股，具有明显的私人性质，所以杰克逊称美国第二银行为私人银行）牟取了不正当的官方支持，僭越了不应有的特权，是货币利益集团与政府的勾结，是私人利益对公共权力的控制。

接下来的事肯定更令杰克逊刻骨铭心，在先后三次总统竞选中，美国第二银行都起到了反向作用，为杰克逊当选制造障碍，为杰克逊的对手摇旗呐喊。

1824年，杰克逊作为总统候选人参加竞选，民主党也第一次在美国政治舞台崭露头角，他们的主要对手是约翰·昆西·亚当斯。亚当斯出身名门，按常理说，当选应该毫无悬念，结果却让人大跌眼镜，杰克逊和亚当斯都没有获得半数票，亚当斯依靠众议院的支持才登上总统宝座，这一过程与美国第二银行不无关系。杰克逊无奈落选，将之称为“腐败的交

易”。

在任期间，亚当斯提出了一个对于大多数人来说匪夷所思的“美式体系”（American System），核心是在银行金融体制上，主张恢复联邦政府对全国货币银行体系的控制，为经济快速发展营造良好的金融环境。公平地说，这是一个很好的设想，缺点是有点儿乌托邦。

亚当斯想借助金融的力量瞬间超越英国，建立国家工业体系、国家福利体系、国家商业体系……仅靠美国薄弱的市场化力量无法完成，只能借助国家力量，而国家又只能借助银行的力量。很遗憾，“美式体系”的核心——美国第二银行未能完成这个使命，也不具备这样的实力。

或许是缔造“美式体系”的原因，时任美国第二银行行长比德尔与亚当斯家族的关系越来越密切，与杰克逊的矛盾越来越深。最终，二人的斗争演变为一场意气之争，直接导致美国第二银行的特许状被收回。

---

[1] 1英亩≈4046.856平方米。——编者注

剑斩银行，保壮丽联邦

19世纪早期的银行基本上投资俱乐部，认识到这一点非常重要。银行股份的出售使得小储蓄者可以购买多样化的投资组合的股份，各个银行的投资组合非常不同，而大家也都知道这一点。因此，它使得小投资者可以参与他们喜欢的当地企业的活动。

——乔纳森·休斯《美国经济史》

亚当斯希望美国第二银行普惠于国人，第二银行却成了富豪俱乐部，各路权贵大显神通，取得了巨额贷款。《比德尔文件集》记载：时任美国财政部长阿莫斯·肯德尔从美国第二银行借款5375美元，参议员丹尼尔·韦伯斯借款17782.86美元……

在80英亩土地只值1.25美元的时代，几千几万美元堪称天文数字。在金融市场上，先发优势无比重要，同样的1万美元，在不同时期拥有控制权会产生完全不同的结果，哪怕只有一两个月的时间，投资收益的差别都会很大，如此大的资金量能给市场带来什么便可想而知了。

美国第二银行嫌贫爱富，对普通公民悭吝不出，只服务于上层社会。普通人反对第二银行，因为大家都无法获得贷款；工商企业主反对美国第二银行，该行成立以来经常以清洗的手法操纵西部土地价格，顺带让企业主丢掉了原有的抵押物；州立银行也反对美国第二银行，理由很合理：金融市场怎么能由他们一家说了算……

所有这些不满汇集到一起，最终导致了一场声势浩大的反银行运动，主要目标就是美国第二银行。

面对汹涌而来的反对浪潮，美国第二银行觉得自己非常无辜。银行做的是生意，不是慈善，当然要贷款给有钱人，否则，对方不还钱怎么办；至于抵押、质押则是企业主贷款时自愿的，如今还不上钱，银行取消赎回权更是天经地义。银行也没有余钱，贷款放出去，拿不回钱来，让银行喝西北风吗？

美国第二银行根本不为所动，比德尔认为经营决策不应被舆论左

右，必须对经济形势有自己的判断并提出相应政策。比德尔的想法比汉密尔顿更进步一些：作为美国第二银行，必须要有独立经营的权力——管你联邦政府大浪滔天！

在任期间，比德尔不遗余力地推进这两项权力——将美国第二银行垄断货币发行权法制化，并要求对商业银行体系拥有管理权。实际上，比德尔在试图建立一家中央银行，留下了很多无论在当时还是现在看来都很狂妄的言论：

——在权力上，它（美国第二银行）丝毫也不低于创立它的国家；

——中央银行应牢固掌握统一货币的权力，不能将财政金融权力让给数百家独立、不负责任而又危险的银行（州银行）。

——这个政府的管理的符咒，是完全与银行官员的特征和精神不协调的。他们应该只考虑银行的权力和那些管理它的人们的指示，并且，他们应该时刻准备着执行董事会的命令；如有必要，应公开反对总统和任何政府官员的个人利益和要求。

现在大家应该知道为何美国第二银行遭到如此强烈的反对了吧？无论公众、联邦政府，还是商业银行，除了比德尔，没有一方喜欢美国第二银行。

比德尔和美国第二银行激烈的行为让人们想起了1824年杰克逊落选。“美式体系”的倡导者们在幕后做了很多工作才让亚当斯赢得众议院支持，此时，阴谋论呼之欲出，报纸上出现了连篇累牍的报道，上届总统选举，最大的幕后黑手就是比德尔。

在俄亥俄州，美国第二银行成了众矢之的。憎恨这家银行、憎恨东部、憎恨看来有利于东部的美国制度，在（19世纪）20年代的密苏里州是很普遍的。在肯塔基州，政治斗争是围绕着对债务人免除债务这些问题进行的……在田纳西州，反银行的情绪强烈到颇有打倒那些拥有州银行的政治家之势。

公众情绪通常会同情失败者，人们把期望寄托在杰克逊身上，尤其是西部拓荒者。杰克逊不可避免地成为美国不满情绪的受惠者，并以人们所寻求的领袖身份出现。过去认为“老核桃木”在新奥尔良表现了爱国主义的坚定性，现在又把他视为政治上公正的象征，能将政府还给人

民，使之恢复正常状态，这种看法是合乎情理的。

很多人都希望杰克逊完成终结美国第二银行的使命，恰在此时，1828年总统大选开始了，杰克逊毫无悬念地胜出，这是民主党在美国历史上第一次获得总统职位。每个人都理所当然地以为，杰克逊会立刻对美国第二银行进行清算，很有可能收回第二银行货币发行特许权。

剧情却意外地反转了……

杰斐逊反对银行，这是众所周知的事实。也许杰克逊疑惑过，为何杰斐逊、麦迪逊就任总统之后仍旧放任美国第一银行胡作非为。

当杰克逊自己坐到总统位置的时候，他开始理解这一切了。美国第二次独立战争给新大陆带来了无穷的灾难，战争结束、百废待兴，任何一个国家在经济起飞的时候都必须有足够的、具备一定信誉的货币，美国第一银行的兴衰完整地证明了这一切。美国第二银行纵有千般不是，也能保证联邦货币信誉，保证联邦货币发行，保证商业银行体系不至于过分扩张。公平地讲，美国第二银行的存在对联邦经济起飞还是有积极作用的，仅仅国家银行的存在就是对州立银行的威慑，“第二银行事实上创造了一种统一的通货，而这正是私人银行所害怕的”。

杰克逊在就职演讲中丝毫未提及银行体系改革，反而在就职总统后不久开始肯定美国第二银行的作用：第二银行在许多方面还是对人民和政府有积极作用的，对于这个观点，我相信且留下了深刻印象。

杰克逊第一次总统任期内，基本没有提及美国第二银行存废问题。有文献认为，因为美国第二银行特许期为20年，本届总统任期内不可能解决这个问题，所以杰克逊置之不理。我却认为，一个成熟的政治家，在美国第二银行存废问题上一定会有先手布局，不可能等待最后一击。杰克逊采取这样的态度，美国第二银行也许不会有什么风险。

历史无法假设，新旧交替之际，美国第二银行行长比德尔出了昏着。直到1831年总统任期届满之前，杰克逊也没在国情咨文中提及任何银行体系相关改革。杰克逊的沉默让比德尔和他的支持者过于自信，甚至可以说有些狂妄，开始深度参与总统竞选。

很遗憾，不知出于何种原因，比德尔没有支持曾经支持过自己的杰克逊总统，可能是对总统青年时代的敌对银行有根深蒂固的成见吧。得

陇望蜀，比德尔要的不仅仅是支持，还有特权，所以，他希望杰克逊总统下台。他理所当然地认为，就算杰克逊连任，也不能把美国第二银行怎么样，毕竟联邦政府要花钱。

杰克逊的竞争者是亨利·克莱，此人在1824年大选时是亚当斯竞选班底的核心人物，美国第二银行则为克莱的活动提供经费。在克莱的建议下，比德尔和第二银行在1832年就提出了特许状延期申请，实际上，特许状在1836年才到期。

如果杰克逊连任，那么特许权展期问题将在他任期最后一年进行讨论。众所周知，美国总统经常把棘手的问题放到任期最后一年解决。如果在特许权到期的时候第二银行申请延期，那么获批的可能性极大，历任总统实际上对大银行都多少有些依赖。

比德尔提前4年申请延期，当时正处于大选交替之时，这完全是挑衅。这一行为的潜台词是这样的：美国第二银行是否延期，与杰克逊当不当总统无关！

杰克逊虽然没有把矛头直接对准美国第二银行，却对商界插手公共管理极其警惕。他在就职演讲时就曾经提出：纠正那些给联邦政府赞助与选举自由之间带来矛盾的恶习，以及抵消那些扰乱正当的任命程序和把权力给予或保留在不忠之力手中的因素。

1832年1月9日，美国国会收到美国第二银行申请特许权展期提案。比德尔和他的支持者没有一丝恐惧，反而变本加厉。亨利·克莱甚至在国会辩论之前公开宣称：假如杰克逊胆敢否决此议案，我就要否决他！

比德尔的信心是有理由的。1832年6月11日，参议院以28：20的票数通过该议案，7月3日又以107：85的票数在众议院获得通过。当比德尔微笑着出现在众议院时，议员们争先恐后地向他涌去，人们纷纷与胜利者握手攀谈。

7月3日当晚，比德尔在家中举行了盛大的庆贺宴会，一直持续到深夜。比德尔确信，杰克逊已经无力回天了——这就不是挑衅总统权威了，而是完全无视总统。

就在比德尔忘情庆贺的7月3日晚上，杰克逊也拿到了提案。当晚，杰克逊对一位来访的朋友放出一句影视剧式的狠话台词：有你没我，有

我没你！（原文如下：有我杰克逊，这银行就不能存在！有这个银行，也就没有我杰克逊！）

按照美国宪法，杰克逊可以签署参众两院通过的议案，也可以否决。总统如果否决参众两院通过的议案，那么必须要有充足的理由。杰克逊立即指示手下炮制了一份《合众国银行续期法案否决咨文》，明确提出美国第二银行特许期是非法的，不可能获得批准！

第二银行拥有的一些权力和特权是宪法不曾赋予的，是对州权的侵犯和对人民自由的威胁……特许状赋予它的特权及优惠，使其股票的价值远远超过了其正常的价值，从而把数百万美元赐给了它的股东。

杰克逊抛出的问题具有很强的杀伤力，第一银行也曾面临同样的问题。联邦政府只占20%的股份，其他股份在普通投资者手中，而且这些普通投资者主要来自欧洲。美国第一、第二银行都已经权倾天下，怎么能让来自欧洲的投资者进行控制？又怎么能成为股东牟利的工具？这不是把新大陆的鲜血输送给欧洲吗？

更重要的是，杰克逊在国情咨文中提到了一个全社会痛恨的弊端，也是美国第二银行确实没有解决的问题——当下的美国，贫者愈贫而富者愈富。这是一份被传颂全美的国情咨文之一，没什么文化的杰克逊以雄浑的文笔对美国第二银行提出了质问！

令人感到遗憾的是，有钱有势的人们无时无刻不想强使政府的一切法案服从于他们自私的目的。社会的差别在任何公正的政府之下总是存在着，才能、教育和财富之平等不能为人类制度所产生。

在充分享受上天所赐的福泽和优越的工业、经济活动和美德的一切成果方面，每一个人都同样有权得到法律的保护，但如果法律在这些天赋的和正当的利益之外，还要加上一种人为的区别，去授予衔称、恩惠和特权，使得富者更富，有权势者更加炙手可热，那么，社会的下层成员——小农、技工和劳工们——彼辈既无时间又无像受惠者那样为自己谋取利益的手段，便有权抱怨他们政府的不公正。政府里没有必需的邪恶，邪恶只是来自政府的弊端。

第二银行，凭什么你只眷顾富人？

第二银行，凭什么你要涉足政治？

第二银行，凭什么你可以超越法律？

此时此刻，杰克逊与比德尔之争已经超出了正常政策博弈的范围，演变为一场对资金使用权的公平之争。杰克逊动用否决权，通过咨文行使立法倡议权。对刚刚走上崛起道路的美国来说，这无疑值得讨论。

得知杰克逊发出国情咨文后，比德尔暴跳如雷，他吼道：这简直是一个无政府主义宣言，就像马拉或罗伯斯庇尔圣安东尼堡的暴民所讲过的那样。

1832年总统大选，杰克逊以绝对优势当选总统，与克莱的票数对比是219：49，选民票数也比克莱多15万张，究其根本原因，就是其反对美国第二银行的立场获得了底层民众的支持。有文献如此描述反对美国第二银行给杰克逊带来的声誉：在美国人民、自由职业者和小工业家以及工人阶级中备受爱戴。

美国第二银行的特许经营期在1836年才到期，第二银行还有4年的生命。此情此景，比德尔发起了最后的反击。

为了让第二银行能够续存，比德尔疯狂了。他下令让第二银行采取强力紧缩政策：收回对州立银行再贷款、减少直至停止再贴现……试图掣肘美国经济发展。

以一人、一家机构之力挑战整个市场甚至国家，在任何时候都是自取灭亡的节奏，一家银行再强大，也不可能与天下为敌。

原本总统否决议院议案的程序非常复杂，若议院再次投票通过则不需要总统再次签署。虽然这种事情极少发生，但毕竟是有可能的，比德尔所作所为把自己推入了绝境。强力紧缩给社会经济带来的伤害有目共睹，信贷紧缩、工厂倒闭、商业萧条、人民失业……

这个时候，谁又会去帮助成为众矢之的的美国第二银行？

1832年，杰克逊总统展开了反击，在内阁会议上公开提出美国第二银行经营不善，为了避免联邦财政遭受损失，总统下令联邦存款将不再存放在第二银行。为了贯彻这个指令，杰克逊甚至在一年内连续撤换了两任财政部长。

众所周知，财政性存款历来是最稳定的存款，没有了联邦存款资

金，第二银行实力呈指数级数下降，比德尔在特许权到期前已经没有可能与总统放手一搏了。1836年，美国第二银行特许状到期，该银行只在宾夕法尼亚州获得了一个地方牌照，此后，美国第二银行试图操纵原棉市场，结果失败了，它在1841年迅速被关停。

关于美国第二银行的是是非非，已经有了很多辩论，也许，格林顿·范森的评价更为中肯："（美国第二）银行的建立和兴盛，表明它是一个很有价值的机构……它所发行的货币币值稳定，兑换方法健全，有助于州银行货币的公共信誉。"

1845年6月8日，安德鲁·杰克逊因病逝世，留给子孙一把佩剑，上面写着：兹以此长保我壮丽联邦。

旧金山金矿的悲剧

美国第二银行销声匿迹，就连联邦存款也被杰克逊转到了被称为“宠儿”的州立银行，自此，美国银行业失去了教父。

金融江湖失去教父是好事吗？人们很快就看到了答案。

众所周知，美国是联邦体制，各州都别出心裁地拟定政策：1836年之后，有的州（比如得克萨斯州和阿肯色州）禁止一切形式的银行存在；有的州（比如印第安纳州和密苏里州）放开了银行牌照审批；有的州（比如新英格兰地区各州）则一事一议，一家一家地批准银行牌照；有的州（比如纽约州、密歇根州）则批准了自由银行立法，把银行作为普通企业对待，只要筹集到一定资本就可以组建银行，不需要银行特许牌照……

经济学，或者说金融学，不同于自然科学，因为金融不能放在实验室里得出结论，一种金融理论无论说得多么天花乱坠，都必须经过经济实践的检验，试错成本异常高昂。所幸，19世纪30—40年代的美国银行体系为银行体制发展提供了一次绝佳的试错机会。

总体看来，1836年后的美国银行体系相对自由，以纽约州、密歇根州为代表，不需要准入核准，只需依靠市场自我调节。相对宽松的准入体制催生了一批银行，有的银行因实力太差被戏称为“野猫银行”。

这段时间美国产生了多少家银行，我没有查到特别精确的数字，但有一件事可以肯定：随着银行数量的增加，银行券必然随之增加。不发行银行券，银行无以为生，银行券多了，货币就会骤然增多，通胀必将如约而至。

失去了货币当局的约束，商业银行终于拥有了货币发行权。1832—1836年，短短4年间，流通中的货币从6000万美元猛增至1.7亿美元，货币增发像一匹脱缰的野马，在市场上任意驰骋。

在英美文学中，这个时期被称为“镀铜时代”，这是一个“没有资本的信贷和没有诚实的企业的时代”，金银让位于“无价值的纸币”，“各州银

行正用纸片发行货币，就像一架蒸汽印刷母机。申请贷款时，不需要出示什么，只要说急需用钱就行……价格像青烟一般扶摇直上”。

货币增发，资金会流入实体经济，会创造更多利润。问题是，实体经济与金融业互动有个过程，不可能立竿见影。偏偏人类的金融本性更看重眼前，不看将来，如果缺乏规制，那么，在更为巨大的利润面前，蓬勃而出的货币不仅会流入实体经济，还会流入投机领域，具体来说就是美国西部土地和大城市房产，进而又对后续资金产生示范作用。正是这个原因，信贷扩张往往与资产泡沫关联性很强，1836—1839年的美国便是如此，芝加哥、纽约等大城市房价涨幅高达3~6倍。

危机的经济学内涵永恒不变，那就是一旦货币资金不能顺畅流入实体经济，投资品价格就必将被扭曲，飞翔的货币总要寻找去处。实体经济资金失血越来越严重，1837年，年轻的美国经历了有史以来第一次全面性危机。原本西进运动创造了巨大的市场，根本不应该在经济起飞时刻出现这样的危机。

19世纪是金本位时代，面对货币扩张，总有人率先挤兑黄金。这场银行界盛宴，不足一年就无法支撑下去了，1836年，整个美国已经找不到可以兑换黄金的银行了。恰在此时，1837年1月2日，美国财政部在银行体系提取了900万美元现金，整个市场立即在当月崩溃。

原本炙手可热的房地产已经找不到买家了，接着，流通中的货币也出了问题，人们不再接受绝大部分银行券，而黄金又变得奇缺。

接下来就是经济危机了，全美国房产、土地、股票暴跌，90%以上的工厂破产、商店关门，失业率奇高无比；接下来，危机席卷了全球，英国宣布禁止对美国运输黄金，同时停止对美的棉花贸易。

危机状态在美国整整持续了11年，危机的拯救者——瑞士人苏特尔变成了一个不折不扣的倒霉蛋。

1848年，一名工人在苏特尔的农场中发现了金沙，这是一个巨大的金矿。毋庸置疑，有金矿自然就有与货币对应的黄金，后来，苏特尔的农场有了一个新的名字——旧金山。旧时，这里确实曾有金子。

巨大的金矿含量迅速弥补了流通中黄金的不足。有了充足的黄金供应，美国金融和整个经济体系才会恢复元气，否则，整个新大陆体系都

有可能因为货币匮乏而失去生机。

这一过程对于苏特尔来说却是一场噩梦。1848年，他的农场被全国各地涌来的淘金者践踏。人们一遍又一遍地翻找金沙，他的三个儿子为了保卫农场，被蜂拥而至的淘金者杀死，苏特尔自己则成了旧金山的流浪汉。

在冷血的黄金世界，苏特尔在流浪25年之后猝死在美国国会大厦之前，临死前怀里还揣着要求法院保护他个人财产、返还金矿的诉讼状。

第9章 金融造物主

爱迪生没说出来的话：灵感不是最重要的

托马斯·阿尔瓦·爱迪生因为发明电灯而被世人记住，他曾经说过一句话：天才是1%的灵感，加上99%的汗水，但那1%的灵感才是最重要的。

最初很多人知道前半句，不知道后半句。后来有人认为后半句才是最重要的，再后来，很多自诩既有灵感又舍得流汗的人还是无法成为天才。

这是为什么？我来告诉大家，伟大的爱迪生擅长藏拙，他仍旧没把这句话说完，那些没被说出来的往往才是要紧的成功秘诀。甚至不需要什么高深的理论，仅靠常识也能知道，就算是天才也要先找到机会挥洒汗水和灵感，有机会才能成为天才。很简单，“汗水＋灵感”的催化剂是最普通的东西——资本，也就是人们常说的钱。

灵感比汗水重要，没有那1%的灵感，汗水就可能白白流淌；资本比灵感重要，没有资本，根本就没有机会挥洒汗水，更不要说触动灵感。

爱迪生不缺汗水和灵感，只是缺钱，否则小时候就用不着去卖报，也不会被老板打聋一只耳朵了。一句话，就算是天才如爱迪生，没钱也是万万不能的。

要想成为这个世界的天才，爱迪生必须遇到那个给他“三颗痣”的人，这个人将成就爱迪生一世功业，也将毁掉爱迪生的一切。爱迪生终究还是遇到了他，这个人的名字叫约翰·皮尔庞特·摩根，爱迪生发明了电灯，电灯里燃烧的不仅仅是爱迪生的智慧，还有皮尔庞特的美元。

现在，我隆重推出金融史上的神级人物、重组美国的金融之神——约翰·皮尔庞特·摩根。有了皮尔庞特·摩根和他的投资银行，电能才开始推动世界运转。

皮尔庞特·摩根的一生是传奇的一生，改变了金融，改变了美国，在某种程度上也改变了世界。

1878年，爱迪生开始研究电灯。众所周知，任何工程实验的耗费都非常大，买材料、雇员工、租场地……需要很多很多钱，据估算，每天花费大概在800美元左右。这笔钱就算放到今天仍然是一笔巨款，爱迪生从哪里拿到的钱，又如何能在没有正常收入的情况下养活自己？

答案是皮尔庞特·摩根，他在爱迪生脚底板上印下三颗痣，替爱迪生承担了所有的实验费用和生活费用。如此，爱迪生才能安心发明电灯。

爱迪生的实验室就在皮尔庞特·摩根的家中，这是纽约哈得孙河畔的一栋豪宅，院子里有网球场，还有游艇码头。爱迪生没有在这个诗情画意的地方休养生息，而是把摩根先生的家弄得千疮百孔，总共在这栋房子里铺设了4000多米电线，今天邻里装修产生的噪声让我们极其厌烦，真不知道皮尔庞特·摩根是怎么熬过那些家里终日叮叮当当的日子的。

不知经过了多少次试验，不知花费了多少个800美元，1879年10月22日晚，皮尔庞特·摩根在家中举办了一个盛大的仪式，点亮了住宅中的所有电灯，与亲友共同见证了人类点亮黑夜的奇迹[1]。

当年圣诞节，皮尔庞特·摩根在纽约门罗公园点燃了60盏电灯。当时，普通人根本无法理解电能，目睹黑夜犹如魔法般被点亮，人们高喊“爱迪生万岁”，殊不知点亮万家灯火的不仅仅是电流，还有摩根源源不断的金钱。

皮尔庞特·摩根不是慈善家，他是一个商人，商人有任何举动都不会仅考虑慈善。门罗公园的表演不仅仅是为了庆祝圣诞节，也是为了开创一个新市场。

从东海岸到西海岸，从美洲、欧洲再到亚洲，当全人类的黑夜被点亮，将创造多大一个市场，又将带来多少利润？百年之交，砸烂一个黑色的旧世界，点亮一个新世界，皮尔庞特·摩根将掌握全世界的财富！

更重要的是，皮尔庞特·摩根认识到电能既然可以点燃电灯，也一定可以作为动力推动世界，从此，无须火焰、木炭，无须石油，无须瓦斯灯、煤气，就连工业革命的代表蒸汽机车也将彻底成为历史，只有一种看不到的能量在流动！

爱迪生很幸运，那个给他三颗痣的人是皮尔庞特·摩根。所以，爱迪生猜到了故事的开头。实验成功后，皮尔庞特·摩根对爱迪生投资1000万美元，二人合伙注册了爱迪生电灯公司，希望把电灯推广到全世界。

1889年，巴黎世界博览会，爱迪生电灯公司为博览会提供了1000盏电灯，亮度从几十烛到上万烛[2]，其中埃菲尔铁塔上的电灯直径长达150厘米，亮度为6万烛，埃菲尔铁塔第一次在夜晚闪耀。

巴黎世界博览会给爱迪生电灯公司带来了巨大的成功，电灯为全世界所知，看起来电灯中的光芒即将化为皮尔庞特·摩根兜里的美元。然而，并没有。

任何创新都会触及既得利益者，就连电灯这样的创新也不例外。明明可以点亮世界，爱迪生电灯公司却遇到了巨大的阻力，而且，爱迪生的电灯本身也遇到了不可克服的困难。

爱迪生电灯公司提供的电灯依靠直流电，直流电有一个致命的问题：输送效率太低，发电站到终端不能超过1公里，从经济成本来看甚至不如家用发电机。显然，在一个城市中，每隔几公里就建一个发电站是不可能的。

那么，为什么不能选择家用发电机？此时，纽约市民使用煤气灯已经半个多世纪了。纽约城的煤气管道铺设到每家每户，又连到煤气灯上。家喻户晓的故事《小王子》中就有这样的情节：一到天黑就有人专门点亮路灯（煤气灯）。煤气在纽约乃至欧美都是一个很大的产业，即使电灯能点亮黑夜，煤气供应商也不会将蛋糕拱手让人。在纽约，市政府直接拒绝给爱迪生颁发营业执照；在英国，议会组织了一个顶级物理学家听证会，结论是电灯商用完全不可能实现，爱迪生电灯公司这么做只是因为对电力与动力学原理有着最狂妄的无知。非但如此，媒体还充斥着“电线杀人”之类的报道，总制造噱头说电线可以在不经意间将人勒死。

爱迪生和皮尔庞特·摩根都是很世故的人，为了让人们接受电灯，爱迪生电灯公司采用了昂贵的集中供电方式——也是唯一被市政府接受的方式。为了消除公众愚蠢的电线杀人的质疑，他们把电线和煤气管道一样埋在地下，而且使用了和煤气一样的读表的方式计费（事实证明，这些确实有利于城市建设与美观）。

剩下的事情就是输电效率了，爱迪生电灯公司必须突破这一难题。历史并非没有给爱迪生机会，但是很遗憾，这位既有天赋又肯挥洒汗水的天才并没有抓住，问题的钥匙就是另一位拥有汗水、灵感的天才——尼古拉·特斯拉。

1884年，爱迪生电灯公司中出现了一名年轻的员工，他的名字叫特斯拉，人类历史上公认的科学天才。与卖报纸出身的爱迪生相比，特斯拉接受过正规大学教育，在科学创造上更富有灵感，也从不吝惜汗水。据说，特斯拉从来不用图纸、模型，甚至很少做实验，仅凭想象和理论推导就能完成整个设计。换句话说，这是一位不世出的奇才。一生中共获得112项专利，除了因被爱迪生算计而被收回的收音机专利，特斯拉为人类开创了一个前所未见的世界：交流发电机、交流电传输、水电站、无线电、电话、雷达、X光……

特斯拉刚进入爱迪生电灯公司的时候还是一个激情澎湃的小伙子，对爱迪生也很崇拜。进入爱迪生电灯公司之前，特斯拉就已经发明了交流电发电机，但技术还不成熟。在爱迪生电灯公司，特斯拉开创了24项直流电发电技术，极大节约了成本，最初深受爱迪生赏识。特斯拉这样的天才人物，马上就看到了直流电的弱点，怀着一腔热忱向爱迪生陈述了自己的观点：希望爱迪生用交流电替代直流电，交流电可以用高压输送，与直流电相比，电损失几乎可以忽略不计。

令特斯拉没想到的是，爱迪生对交流电根本没有兴趣，后人觉得，爱迪生固执地认为世界不需要交流电，有直流电足够了。对此，或许作为当事人的特斯拉更有发言权，他给出的解释是：爱迪生仅上过三个月的学，要懂得交流电原理，必须懂得高等数学，爱迪生根本不懂，他（爱迪生）的方法效率非常低，经常做一些事倍功半的事情，他如果知道一些起码的理论和计算方法，就能省掉90%的力气，他无视初等教育和数学知识，完全信任发明家的直觉和建立在经验上的感觉。

有时，如果老板喜欢你，缺点就会变成优点，反之亦反是。另一个天才特斯拉恰恰没有被老板喜欢。爱迪生开始嫉妒特斯拉的天赋，作为公司总经理，无端排挤作为员工的特斯拉，尤其对特斯拉从来不做实验进行了抨击。最过分的是，当特斯拉向爱迪生索要直流电机改进报酬5万美元时，爱迪生居然回答：年轻人，你还不懂我们美国人的幽默。

特斯拉再一次退让，要求将周工资从18美元涨到25美元，爱迪生对

此嗤之以鼻，非但没有答应，还把特斯拉赶出了爱迪生电灯公司。

错把平台当能力！没有大公司的舞台，灵感和汗水有什么用？离开爱迪生，离开公司，你什么都不是！

任何天才、汗水在得到金融支持之前，都很可能无法绽放光芒，特斯拉当时的情况确实是这样。离开爱迪生电灯公司，特斯拉的工作真的没了灵感，只剩下了汗水，他从一位工程师变成建筑工人，在市政工地上挖水沟，真可谓明珠暗投。

灵感、汗水、金融，哪个重要？

我们给出的答案是：毫无疑问，天才更重要！

世界上，这个值钱，那个值钱，但最值钱的东西唯有人类智慧，一切财富都是人类智慧创造的，也只有人类智慧才能创造财富。世界上，万事万物都可以被替代，唯独人类智慧无法替代，所有智慧都是独一无二的，尤其是对那种拥有超凡智慧的人来说。

金鳞岂是池中物，一遇金融便化龙！特斯拉确实不懂美国式幽默，但世界上只有一个特斯拉，他才是真正的垄断者。很快，特斯拉就迎来了自己的机遇——乔治·威斯汀豪斯。与摩根不同，乔治·威斯汀豪斯是一位实业家，并不擅长金融；与爱迪生不同，乔治·威斯汀豪斯是一位科学家；所以，威斯汀豪斯能看清楚电能发展的技术路线，也不会意气用事，做出非理性举动。

特斯拉与威斯汀豪斯同样一拍即合，成立了西屋电气公司。当天才遇到钱，特斯拉立刻完善了交流电体系设计，1886年春，西屋电气公司输电系统在纽约州布法罗市诞生了，每当夜幕降临，布法罗市都会真正上演一幕“华灯初上”，成为美国一幅壮丽景观。

至此，摩根最致命的敌人出现了——不是为纽约提供煤气照明的洛克菲勒财团，而是同样挥洒汗水、有才华、又懂得现代科学的人——特斯拉。我们进一步思考，如果洛克菲勒财团率先一步找到特斯拉，并与之合作，电能世界也许就没有摩根先生的份了！

---

[1]　1854年，旅居美国的德国钟表匠亨利·戈贝尔在真空玻璃瓶里放了一根碳化竹丝，制成了首个有实际效用的电灯，但是这种电灯寿命太短，真空玻璃瓶也无法投入大规模生产。此后世界上很多人都在改造电灯，但始终未能实现量产。爱迪生并非发明了电灯，而是改进了电灯

中的灯丝，使之变得更实用。

[2] “烛”为电灯最初出现时亮度单位，意思是一支蜡烛的光亮。

金融点亮世界

交流电还没有被大规模应用，到底选择直流电还是交流电，暂时还没有标准答案。对摩根来说，这是一道无法做错的选择题，如果错了，那么他将输掉整个世界！商场如战场，一个行业的先驱往往会成为先烈，摩根肯定不想当先烈。

摩根确实不懂电能，但他会数兜里的美元。巨大的利润前景让摩根下定决心用交流电取代直流电，爱迪生却一次又一次拒绝了摩根的要求，固执地在直流电的路上越走越远，甚至与特斯拉展开了一场旷日持久的“电流大战”。爱迪生不止一次雇小学生抓来流浪狗和流浪猫，将之放到一块儿与1500V电相连的铁皮上当众表演。后来甚至发展到电人，据说电椅死刑就是为了打压交流电发明出来的，目的就是搞臭交流电。据说，为了增加痛苦效果，第一次用电椅执行死刑的电压不足，大大折腾了一番。

爱迪生不再醉心于发明创造，反而专注于黑特斯拉，为此，他亲自撰文写了一本小册子《当心》，结论如下：西屋电气公司的产品可以在6个月里杀死他们的顾客，无论你的块头有多大。交流电确实存在危险，不过，谁没事会把自己放在跟高压电相连的铁板上呢？

人们向往黑夜中的光明，摩根向往美元，是时候清除爱迪生了。在爱迪生毫不知情的情况下，摩根开始收购爱迪生电灯公司股票。在获得董事会控制权之后的某天，爱迪生办公室迎来一群不速之客——摩根派来的。他们向爱迪生宣布，根据董事席位及决策，爱迪生必须马上离开办公室，并交出爱迪生电灯公司的控制权。

爱迪生的执着是好的，科学家只有抱着信仰般的执着才能取得好的成绩。但是，科学家的执着又存在严重的问题，这是以牺牲某位科学家的事业为代价的。在某种理论或技术成熟之前，没有人知道哪个方向是正确的，一位科学家或者发明家认准的方向可能从最开始就是错误的，穷尽毕生之精力也不可能有结果。

一将功成万骨枯，毁灭型创新同样要科学家付出“万骨枯”的代价。

历史记住的只是最后的成功者，还有无数无名英雄默默奉献。

自人类出现以来，开天辟地的创新不过那么几次，已经没有人知道到底是谁最初在火上烤食物，也没有人记得是谁发明的金属工具。数千年的田园牧歌之后，瓦特的蒸汽机把人类带入了机器时代，再后来便是电气化。顺便说一句，你所知道的瓦特的蒸汽机、爱迪生的电灯都不是原创性技术，只是技术改良的产物，之前已经不知道有多少人为之前仆后继，而人类只记住了这两个商业化推广人。

现实是残酷的，原本就是如此。毁灭型创新不知要经过多少次试错才能实现，成千上万次尝试更不知要耗费多少财富和机会才能成功，人们根本不可能把希望寄托在一个人的身上。

近代以来，站在历史的十字路口，如何选择关键的节点，选择权就留给了金融家，具体到此时便是摩根。与科学相比，金融家也有信仰，同样异常专一，那就是赚取最高利润。只要能赚钱，就可以毫不犹豫地调整技术路线，事实证明，只有能赚钱的技术才是真正的好技术，只有实现商业化才能普惠于万众生灵。

爱迪生做错了选择题，摩根却不会做错。

1892年，摩根主导并购汤姆森-休斯敦电气公司、爱迪生电灯公司，合并后的公司叫“通用电气”。爱迪生将不再是通用电气总经理，只是按照持股比例做一个股东。顺便说一句，通用电气自道琼斯指数创立起就在其中，是最初12家公司中硕果仅存的公司。

商场如战场，但是，商战的结果不一定是打败对手，还有可能是双赢或双输。摩根家族并不擅长在竞争中击溃对手，相反，摩根家族始终擅长与对手联合，进而控制（垄断）整个市场，获取最大利润，也就是现在所说的投资银行业务——并购。对此，摩根的信条是：竞争是浪费时间，联合和合作才是繁荣和稳定之道。

经济学中有一个重要的概念叫作规模效应，一家企业只有达到一定规模才可能有更高利润。有的行业天然具备垄断性，电力供电在这一点上应将“规模效应”体现得淋漓尽致——供电需要庞大的输电网络，网络越大单位输送成本越低，企业越有效率，事实上，任何一个国家的电网都是垄断的。石油、铁路、钢铁……电气化时代的行业大多如此。

尽管交流电给西屋电气公司创造了很多利润，但建设输电网络的成本更高。通用电气的日子不好过，西屋电气公司同样灯枯油尽。如此，何必非要击溃西屋电气公司？

摩根马上向特斯拉伸出了橄榄枝，如果西屋电气公司愿意跟摩根共享交流电专利，那么，将由通用电气负责电力网络建设，特斯拉负责技术革新，这将是一对梦幻组合。

面对如此前景，摩根原以为特斯拉和威斯汀豪斯会毫不犹豫地答应，万万没有想到，西屋电气公司拒绝了摩根。特斯拉不是一个商人，相反，他一方面淡泊名利，另一方面爱憎分明，通俗地说就是钻牛角尖，赚钱不赚钱无所谓，必须跟爱迪生斗到底！

敌人的朋友就是敌人！比如，摩根。如果不是摩根资助爱迪生，直流电根本就不可能与交流电分庭抗礼，怎么能向曾经的对手送出玫瑰？何况摩根根本不懂电能和交流电，不过是一个铜臭满身的银行家罢了。

特斯拉不答应，摩根就没有办法了吗？在金融江湖呼风唤雨，摩根从来不是什么善茬，面对富可敌国的财富，不可能有一丝手软。于是，摩根立即拿出了金融的狼性：给，我们就合作；不给，就消灭你！

在发明电灯之前，摩根就已经主导了美国国债市场，在华尔街是一位具有巨大影响力的人物，创立通用电气更是为摩根在全美赢得了至高无上的声誉，在金融市场上可谓一言可兴邦，一言可丧邦。

金融与恋爱有很多相似之处，暧昧阶段最美好，在这个阶段，男女双方会把最优秀的一面展现给对方，令人神魂俱醉。一旦相恋或者结婚，柴米油盐酱醋茶，没什么可隐瞒，戳破那层窗户纸反而没什么神秘的了。

金融市场也需要暧昧，暧昧最具备力量，无论成败。金融市场上，消息未落地之前最能激发想象力，摩根深谙此道。箭在弦上，引而不发，这个时候最有威慑力，没人知道未来是什么结果。真的事到临头，一切都很清晰，人类对确定的损失（收益）的感受远不如对未知的恐惧（贪婪）深刻。好消息则能吹上天，坏消息则砸入地，所谓“利好出尽是利空”就是这个道理。

在一次新闻媒体发布会上，摩根不经意间提到一件事：扩张迅速的

公司将会面临破产威胁，陷入财务困境。摩根没有指明自己说的是西屋电气公司，他所说的也只是一个常识，只不过这件事从摩根嘴里说出来就变得完全不一样了。

硬币的一面，是西屋电气公司交流电市场前景巨大，扩张非常快，市场占有率迅速增加；硬币的另一面，是西屋电气公司负债率非常高，现金周转不灵。在摩根的口中，大家只看到硬币的一面，负面前景被无限放大，人们的理解就变成了这样：西屋电气公司将立刻陷入财务困境，面临破产威胁！

众口铄金，积毁销骨。在金融市场上，如果大家都这么认为，那么这件事就一定会发生，这就是所谓“预期自我强化”。

果不其然，西屋电气公司股票应声被抛售，从前顾客盈门，如今债主堵门，立刻陷入濒临破产的边缘。

此时此刻，特斯拉显示了高贵的人格，他对公众宣布：为支持西屋电气公司，他将放弃交流电的巨额专利使用费。人们都知道西屋电气公司最值钱的不是那些发电机器，不是办公楼，不是账上的现金，而是特斯拉的交流电专利！拥有这项专利使用权，西屋电气公司和威斯汀豪斯仍将拥有全世界，而摩根什么都没有！

1893年，世界博览会主场转移到美国芝加哥，意义非凡。世博会主办权是一种标志，谁占领了世界科技的制高点，谁将拥有世界，谁才最有资格举办这场世界盛会。

世博会是人类进步的计时员，每届世博会，不论大小，都有助于文明提升。

——美国第25任总统威廉·麦金莱

芝加哥主办方希望世博会向世人展示最先进的科技成果——电能，整个博览会将采用电灯供给夜间照明，人类夜晚将亮如白昼！

由此，采用直流电还是交流电便成为关注的焦点，结果，西屋电气公司的报价仅为40万美元，直流电方案即使亏损也不可能低到这个程度。除此之外，所有发电设备将建设于距离世博会几十公里以外的地方。

毫无疑问，西屋电气公司拿下了世博会供电权。世博会当晚，美国总统亲手按下了点亮电灯的按钮，20万只使用交流电的电灯（15万盏白炽灯、5万盏弧光灯）在夜幕下闪烁着光芒，原来人类真的可以点亮黑夜！所有人都以为，芝加哥博览会后，西屋电气公司的订单会如雪片般飞来，而电气化的先驱摩根先生将一蹶不振。

上届世博此门中，直流电灯相映红。爱迪生不知何处去，特斯拉反倒成英雄。如果摩根接受这样的结局，那么摩根将不再是摩根。

相反，摩根的神来之笔扭转了败局。尚未在世博会的喜悦中清醒，西屋电气公司就与摩根先生不期而遇——以置西屋电气公司于死地的方式。

摩根对西屋电气公司提起诉讼，原因是西屋电气公司盗取了通用电气最核心的技术——交流电专利，摩根提出，交流电是特斯拉在爱迪生电灯公司的职务发明，所以，他和通用电气才是交流电专利的真正拥有者。

这是一场很无厘头的诉讼，因为事实上交流电专利并不是特斯拉创立的，而是特斯拉于1882年从别人手中买过来的，特斯拉只是改进了这项专利而已。拿到这项专利的时候，特斯拉还在布达佩斯一家电报公司工作，跟摩根、爱迪生、通用电气根本没有关系。换一个角度来看，特斯拉倒是想在通用电气（当时的爱迪生电灯公司）对交流电发电输电技术进行改造，而恰恰是这个原因，他被踢出了爱迪生电灯公司。

这场争斗早在爱迪生毫不间断的口水中传遍了美国，人们都知道摩根此举意在打压对手，西屋电气公司最后肯定会赢得诉讼。

可是，美国的司法效率人尽皆知，直到今天还是这样，一场商业诉讼拖个两三年不在话下。更何况提起诉讼的人是摩根，不用想，无论取证还是审判都将是一个漫长的过程。西屋电气公司大概率会赢得诉讼，但是在此期间，西屋电气公司所有的业务都将陷入停滞。

在强大的摩根财团面前，西屋电气公司被迫签订城下之盟，将交流电技术专利卖给摩根。1895年，皮尔庞特·摩根以德雷克塞尔·摩根公司为班底主导成立J.P.摩根公司，就是后来的摩根财团，拉开了摩登时代的大幕。

沉没的泰坦尼克号

美国南北战争之后，美国经济出现了跨越式增长，1860—1880年，20年间，美国工业投资由10.90亿美元增至到27.90亿美元，产值则从18.85亿美元增加到53.69亿美元，接近原来的三倍。1862年，美国GDP占全球的比例只比10%多一点儿；仅仅10多年，美国GDP总值就超过了英国，一举跃居世界第一；19世纪的最后30年，美国制造业增长率为84%，到1894年中日甲午战争的时候，美国已经成为世界第一经济大国，工业品产量相当于英、法、德三国总和，工业品产值占全球的1/3。

这种令人目眩神迷的变化始终让经济学家和历史学家分外着迷。如果能够穿越时空，那么将看到一种怎样的场景，让一个农业国家一跃成为工业国家？在那个令人目眩神迷的摩登时代，金融扮演着怎样的角色？崛起之路可能被复制吗？

在这个令人目眩神迷的摩登时代，代表人物便是皮尔庞特·摩根。1892年，摩根主导并购汤姆森—休斯敦电气公司和爱迪生电灯公司；1895年，以德雷克塞尔·摩根公司为班底主导成立J.P.摩根；1901年，组建美国钢铁公司，仅此一家公司的资本就占全美国制造业资本的15%；1912年，摩根一手创立的摩根财团在美国排前120名的公司中占341个董事席位，总资产合计220亿美元，是密西西比河以西22个州全部不动产的总和。

在摩根及投资银行业的主导之下，1898—1904年，美国兴起了第一波并购热潮，美国钢铁公司、通用电气公司、美孚石油公司、宝洁公司、国际收割机公司、美国烟草公司、杜邦公司……一大批巨无霸屹立于新大陆。到了1904年，美国各经济部门的托拉斯有440个，全国托拉斯拥有全部工业资本额的60%。

硬币永远有两个面：

——有这么多富可敌国的大企业无疑是美国之幸，托拉斯造就了美国的辉煌，巨型托拉斯有着世界上最低的人力成本、最大的销售市场、

最先进的技术和设备。此时，美国已经是地地道道的江湖霸主。

——有这么多富可敌国的大企业又是美国之不幸，托拉斯的出现意味着垄断，意味着没有竞争，意味着社会将承受无尽痛苦。一旦形成垄断，任何强势方都会极度压榨弱势方，既可以切割所有消费者剩余，又可以极度剥削工人，“泰勒工作制”就是最鲜活的证明。

一方面，垄断企业富可敌国；一方面，垄断企业在利润驱使下做尽坏事——只要能降低成本，什么都敢做！

针对托拉斯的命运，洛克菲勒有一句名言：当红色蔷薇含苞待放时，唯有剪去四周的枝叶，它才能在日后一枝独秀，艳丽绽放。

20世纪初，美国曾经流行一本畅销书《屠场》，作者厄普顿·辛克莱是当代美国政治小说家的代表人物。如同《汤姆叔叔的小屋》引发了南北战争，《屠场》则引发了全美对托拉斯的反思，最后导致了托拉斯的肢解。

1904年，辛克莱应一家杂志社之邀去往芝加哥进行工人生活情况报道。没有想到，辛克莱不但看到了穷苦的工人，还看到了食品生产中的黑幕，肉类加工厂的运作过程令人触目惊心：

洗过手的水被配制成调料；工人们在肉上走来走去，随地吐痰，播下成亿的细菌；毒死的老鼠被一同铲进香肠搅拌机；各种病牛被送到屠宰台上，像其他牲口一样被宰割，同其他的肉一并被放进冷藏间；凡是已经腐烂得再也不能派上任何用场的肉，就拿来制成罐头……

辛克莱笔下，工人与被屠宰的牲畜有着同样的命运，尤其是像主人公尤吉斯这样的海外移民。牛羊被“利用身上的一切，除了叫声”，人又何尝不是如此？梦中的新大陆，可以“不分贫富，人人都是自由的”“可以当上富翁”。在真实的屠宰场，人们就像“掉进笼子里的老鼠”，只见到了污秽、肮脏、恶臭，牛羊被赶上死路，被赶入死亡的河流，“这景象也正是人类命运的缩影”。

小说曾在杂志连载，出版之前就已经名声大噪，西奥多·罗斯福总统特意订购了一本。拿到书的那个早晨，总统想必很开心，边吃早饭边读书，书读到一半，早饭也吃到了一半，总统实在忍受不了，打开窗户就把手中的香肠扔了出去，边扔边喊：“我中毒了！”就算在白宫，就算是

总统，高空抛物也不是什么好习惯，抛出去的香肠正好砸到了一位参议员，参议员很惊恐，以为总统正在被谋杀。

罗斯福总统不太相信美国会有这样的肉食品加工厂，便秘密派去调查组，得到的结论是：芝加哥真实的状况比书中的描写还要糟糕！总统听完后当场被气昏迷，据说醒来第一个问题是：我们中午吃的是猪肉吗？

人们蓦然发现，托拉斯垄断的不仅仅是生产和销售，而是一切社会资源、每一个社会环节，托拉斯可以垄断全部资源，当然也可以扼杀所有创新，使世界尽在彀中了！不是“人人生而平等”吗，托拉斯控制者只是极少数人，极少数人把钱都赚走了，其他人何以处之？

美国移民文化曾经连中央银行都搞掉了两次，还怕托拉斯？何况托拉斯并非没有强大的敌人，最大的敌人便是州政府。托拉斯在联邦注册，在美国甚至全球范围内避税，说到底还是降低了州政府收入，同时降低了工人、农民的收入，顺便又降低了个税。州政府毕竟是一级政府，他们号召工会抵抗托拉斯，立法宣布垄断托拉斯违法，甚至送给托拉斯一个响亮的绰号：“Evil”（邪恶）。

由此，整个社会都开始反思和讨论：个人财富追求是否可以损害社会公共福利？答案显而易见，不可以。保护个人、公司财产必须以保护社会整体福利为先决条件，以损害社会整体福利为代价谋得利益则必然非法。限制一家企业的贪婪就能换来社会整体福利的提高，无疑，这才是正义。

我们正面临着财产对人类福利的新看法。有人错误地认为，一切人权同利润相比都是次要的。现在，这样的人必须给那些维护人类福利的人民让步了。每个人拥有的财产都要服从社会的整体权利，按公共福利的要求来规定使用到什么程度。

——西奥多·罗斯福

人们都知道泰坦尼克号，这是一艘豪华游轮，被称为“永不沉没的客轮”。根据泰坦尼克号演绎的故事层出不穷，电影《泰坦尼克号》于1998年获得奥斯卡金像奖。然而，很少有人知道泰坦尼克号的主人正是大名鼎鼎的皮尔庞特·摩根，摩根财团是泰坦尼克号的大股东，泰坦尼克号首航也为自己的主人摩根准备了一间头等舱。

1912年4月14日，这艘“永不沉没的客轮”沉没在北冰洋，很幸运，摩根由于种种原因取消了行程，没有登上这艘客轮。托拉斯就没有这么幸运了，1914年，时任美国总统威尔逊主导国会通过《克莱顿反托拉斯法》，该法规定凡能导致削弱竞争的价格上的差别对待均属非法。通俗地说，《克莱顿反托拉斯法》认为，任何可以在市场上自行定价的公司都属于垄断组织，就要被解体！

根据《克莱顿反托拉斯法》，J.P.摩根、洛克菲勒财团、美国制糖公司等一批托拉斯被肢解。1933年，根据《格拉斯—斯蒂格尔法案》，J.P.摩根公司被肢解为J.P.摩根和摩根士丹利……

托拉斯的陨落确保了后来美国在新一代科技创新中继续崛起，只有这样，金融与创新的传奇才能永恒。

谁是金融救世主

大清光绪三十三年，公元1907年，西方世界经历了第一次全球性金融危机。这原本不应该是一场危机，最后却因为几个事件突然引发了崩溃，此次危机对立法框架的影响却远远超过了1893年以及更早的几次危机。

大海风平浪静的时候却暗流涌动，每一次金融危机降临人世时总是无声无息，又让人避无可避。

1907年10月16日，原本很普通的一个日子，华尔街两个投机商在这一天做了一笔交易，做空联合铜业公司，进而收购该公司。依靠做空来收购一家公司，从现在的市场规则来看是违规的，在当时却司空见惯。谁也没有想到，做空行为引发了潜藏已久的市场空头情绪，联合铜业公司股价在两个小时内从60美元直降到10美元，该公司很快宣布破产，两位投机者奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·W.莫尔斯也损失惨重。

在以并购著称的摩登时代，做空、暴跌、破产，这些都算不了什么，问题是海因兹、莫尔斯在金融市场具有举足轻重的地位，两人是很多银行、信托公司、股票交易所的股东或者董事。

联合铜业的暴跌暴露在所有公众视线之内，本就不是秘密的消息，但这刺激了投资者脆弱的神经：每个人都知道海因兹、莫尔斯肯定在参股金融机构中有融资行为，接下来的推论则是，如果这两个人破产，就会影响这些机构，进而影响对公众兑付……

猜疑链有一定道理，但是，猜疑不一定是事实。如果公众一致对此进行猜疑，麻烦就大了，猜疑将会成真。

不要奇怪公众情绪爆发的原因，金融市场因杠杆而变得有生命力，也因杠杆而变得异常脆弱。可以这样说，脆弱性是金融市场不可弥补的先天特征，任何一个消息都可能打破平衡，进而导致极端情绪。其实，导致市场崩溃的原因并不是这样或者那样一个消息，而是积累已久的负面情绪。

仅仅两天之后，储户就开始挤兑尼克博克信托公司。该公司是美国第三大信托公司。尼克博克并没有被储户击垮，而是始终如一地兑付存款。即使如此，市场上仍然突然出现了谣言，说该公司即将破产。挤兑风潮开始蔓延，很快就遍及整个纽约银行体系，隔夜拆借利率高达150%。

在不足10天的时间里，危机传导链条变得明晰起来：储户挤兑银行→银行逼迫信托公司还款→信托公司抛售股票→股市崩盘……

10月24日，纽约股票交易几乎变成了一潭死水，再也找不到买家，2000多家股票经纪所破产，无数投资者血本无归……当时，电报已经在全球主要国家金融市场普及，危机迅速波及伦敦、东京、上海……

金融中的所谓信用本就是一个虚无缥缈的东西，任何时候，危机中最珍贵的莫过于信心，信心若在，一切便都在；信心若丧失，要么等待信心恢复，忍受痛苦的经济倒退，要么依靠神一般的人物挽救信心。

1907年的美国是幸运的，一个神一般的人物出现了。这个人正是皮尔庞特·摩根，摩根也将是全球金融业永远的传说。

皮尔庞特·摩根的事迹已经众所周知。主导公司并购；化解1894年美国联邦政府黄金储备危机；个人总资产一度高达220亿美元，是密西西比河以西22个州不动产价值的总和。有这样一个人主持大局，善莫大焉！

10月20日，皮尔庞特·摩根按原定旅行计划返回纽约。他早已得知纽约金融市场动荡的消息，也得到了纽约当局请他主持大局的邀请。但是，皮尔庞特·摩根没有改变原计划，更没有表现出焦虑，事后人们才知道此举是为了避免市场产生更大猜疑。

皮尔庞特·摩根不是神，处置危机也需要钱。10月23日，皮尔庞特·摩根依靠个人魅力从第一国民银行、国民城市银行和摩根财团调集了2500万美元资金；同时，美国财政部承诺，将对危机处置给予更大支持。

接下来，摩根的第一个动作，就是开动宣传机器，安抚公众情绪。当日，纽约所有报纸的头条都是类似的消息，《纽约时报》有《摩根的银行联盟将承担信托公司的票据兑现》，摩根自己称：如果公众知道我

们银行机构的真正实力，那么他们的信心会很快恢复。

很遗憾，宣传没有取得立竿见影的效果。10月22日，纽约国民商业银行被迫停业；美洲信托公司、西屋电气公司、林肯信托公司的挤兑者纷至沓来，匹斯堡证券交易所已经停止营业……

“既然国家信用体系已经岌岌可危，那么，就从这家公司开始制止这场麻烦吧！”皮尔庞特·摩根所说的“这家公司”名为“美洲信托公司”，是当时纽约州最大的信托公司，资产状况良好却无端被金融危机波及。10月23日下午，该公司总裁奥科雷·索恩电话求助皮尔庞特·摩根，称本公司只剩下120万美元现金，按照现在的挤兑速度无法拖延至下班时间。

下午2点，摩根的300万美元现金准时运送到了美洲信托公司，维持了该公司当日兑付。晚上，摩根再次迅速筹集了825万美元，并承诺自己负担175万美元；次日，在摩根的协调下，约翰·D.洛克菲勒（1839—1937年）也拿出1000万元支持美洲信托公司。有了如此重大的支持，美洲信托公司终于渡过了难关。

皮尔庞特·摩根，别着急，接下来的任务将更加艰巨！

10月24日，纽约证券交易所告急，交易所主席托马斯向摩根财团求援：股票抵押贷款短期拆借利率已经上涨至90%，这在金融市场上简直是天方夜谭，经纪人已经没有任何子弹。托马斯提到，若没有2500万美元救市，当日至少会有50家经纪商破产，纽约证券交易所也得提前关门上板。

摩根的回应是：“今天，关门时间一分钟都不能提前！”随即，摩根召集主要商业银行总裁集会，再次筹集了2500万美元，要求纽交所主席兰森·H.托马斯立即列明借款清单并对外公布，宣布获得2500万美元融资的消息。

消息传出，整个交易场内马甲乱飞，“摩根万岁”响彻整个大厅。尽管如此，皮尔庞特·摩根神一般的能力未能使得情势好转，10月25日晨，短期拆借利率飙升至150%。尽管摩根又筹集了1000万美元，还是缓解不了整个纽约货币市场的紧张。此后，一个星期之内有8家银行倒闭，再这样下去，摩根财团自己恐怕也会被拖垮。

皮尔庞特·摩根马上就想到了一个新的法子：信用货币，放在金本位

时代，要说这是耍无赖也未尝不可。10月25日上午，摩根财团、第一国民银行、国民城市银行联合发行1亿元债券，财政部特准这1亿元债券可以当作现金。注明一下，这1亿元被当作现金的债券没有任何储备。这么做等于皮尔庞特·摩根自己印刷了一堆纸币，然后交给市场，说：这就是钱，您用吧。

之后，皮尔庞特·摩根推出了组合拳。

——几乎所有纽约媒体都反复报道摩根筹集了约2000万美元黄金运往美洲（实际上是假的）；

——成立宗教委员会，由牧师出面抚慰公众情绪，让大家从银行门口回到教堂（精神安慰）；

——成立公共关系委员会，专门封杀不利于市场的消息传播（涉嫌封杀新闻自由，不过好像已经不是涉嫌了）；

——对官方储备水平过低的质疑，摩根的回答是咆哮："资金储备要是没低于法定水平才羞耻，你的储备金现在不用，还等到什么时候呢！"（违法，而且理直气壮）

为了推销这1亿元"现金"，皮尔庞特·摩根玩了点儿阴招，他先骗不肯接受债券的信托公司老总来谈判，然后将其锁进图书馆的一个空房间，直到这些人就范。

有文献描述了一些近乎戏剧化的场景：凌晨4点15分，皮尔庞特·摩根才露面，威严地说："先生们，你们看着办吧。"看到大家无动于衷，皮尔庞特·摩根走到联合信托公司总裁爱德华·金的面前，拉了把椅子，逼迫他签字：金，这是你的位子，这是笔！

不知金融大佬被赤裸裸威胁是什么感觉，最后，这些被非法拘禁的金融大佬一个个被迫签字。

……

此后，美国钢铁集团入市，收购经纪商手中的股票，为市场提供流动性支持；健在的信托公司表示将自行筹款维持市场稳定；罗斯福总统表示，为避免市场灾难，此时的市场收购不适用于《反托拉斯法》。

……

11月6日，为避免全球性崩盘，伦敦向纽约发出明确信号，支持纽约700万美元黄金；11月15日，道琼斯指数开盘飘红，危机阴影逐渐淡去。

1907年的金融危机来去倏忽，却是1879年以来美国历史上最严重的五六次紧缩之一，300多家金融机构在此次危机中破产。

危机处置全靠皮尔庞特·摩根在市场上积累起来的个人信誉，据说，这位金融奇才一天工作19个小时，抽20支雪茄，而他的私人医生则不时地给他喉咙里喷些含漱剂，仿佛这位金融家是位上了年纪的拳击冠军，在比赛回合之间休息片刻，恢复精力。

到了这个时候，问题的原因已经很清楚了，金融体系存在明显的“顺周期”问题。所谓“顺周期”，以银行体系为例，就是指在繁荣时期对前景过度乐观，对企业过度放贷；反之则反是。仅就银行业行业理性看来没什么问题，企业资产负债，现金流蒸蒸日上，为什么不可以贷款呢？

企业经营现金流不足，为何要给它放贷？我们继续强调：从商业化原则来说，金融喜欢锦上添花，不喜欢雪中送炭！

金融业与实体经济不同，实体经济一旦完成销售，就立即灭失了商品风险，而如果金融业出售一笔贷款，那么风险才刚刚开始，贷款不但存在于繁荣时期，还存在于萧条时期。众所周知，企业现金流、外部环境在萧条时期与繁荣时期根本不能相提并论。在繁荣时期，金融机构所作所为使得经济更热；在萧条时期，金融体系过度压缩信用又使得复苏更加艰难。结果经常是繁荣时期放贷，萧条时期滋生不良又会收缩贷款。

这种看似理性的行为给经济运行和金融业自身带来了很多问题，必须加以控制（不可能禁绝）。如果商业性银行做不到，就交给公共管理部门；如果银行不能做，就交给财政。20世纪兴起的凯恩斯主义就是一种逆周期调节工具，在萧条时期扩大财政投入。对于银行业来说，也存在“逆周期”监管问题，以防止金融机构过分扩张或者收缩。

从1929年大危机到2008年全球金融海啸再到今天，关于“逆周期”的研究仍在继续，核心精神已经非常明晰——依靠监管政策对金融业“顺周

期”进行纠偏，对金融危机起到预防作用。

1907年在动荡中过去了，每一个美国人都在问，1907年凭着神一般的皮尔庞特·摩根可以逃出生天，下一次呢？一个国家的命运难道就维系在同为人类的救世主身上吗？如果这个人抛弃国家和民族的利益，那么又该如何？

1907年后，一种阴谋论传遍美国——1907年危机是皮尔庞特·摩根自编自导的一场大阴谋。正是在这场危机中，摩根财团旗下的美国钢铁公司并购了田纳西煤铁公司，正常情况下《反垄断法》不会允许他这么做。1907年危机就是皮尔庞特·摩根欺骗罗斯福总统的诡计，目标则是以田纳西煤铁公司并购为起点推翻《反垄断法》。

阴谋论一直都有市场，因此个人无能便可以归咎于别人。阴谋论的腔调我们难以苟同，整个金融体系命悬一线，没有人知道明天是怎样的。皮尔庞特·摩根不可能为了一次并购冒这么大风险，没有人具备精准操控整个市场的能力。无论如何猜测1907年的危机成因，一个极其现实的问题还是摆在了美国人面前：一个垄断的公共管理机构不被公众允许，一个垄断的个人就能被允许了吗？

就算皮尔庞特·摩根可以成为救世主，但他毕竟是人类，难以逃脱生老病死的循环。皮尔庞特·摩根在世时，人们可以依靠这个老头儿，如果皮尔庞特·摩根不在了呢？谁又能在下一次危机中站出来拯救美利坚？

除了担心，还有恐惧。

换一个角度来看，皮尔庞特·摩根既然能拯救一次全国性的金融危机，自然也有能力去制造一场全国性的金融危机。对美利坚合众国来说，皮尔庞特·摩根居然成了公众的敌人、一个妖魔的代名词、一个再适合不过的反面主角。

这种担心不无道理，一个未经选举的非公职人员竟然对一个民主国家的公共资产有这样的控制力，如何不令人惊诧和怀疑？

1913年3月31日，皮尔庞特·摩根溘然长逝。即使再有金融危机，也找不到皮尔庞特·摩根这样能在各种势力之间纵横捭阖的人了。

无论政府的情况如何，像巨人一样驾驭这个国家的金融家再也不会

出现了……人们也再也不会允许一个人对他们的财富施加那么大的支配力量，不管是出于好意还是恶意，不管他具有多少才干，多大势力，以及多少天赋。

美联储是私有机构吗

惊恐、怀疑、惧怕，在各种情绪的左右之下，美国各界迅速就成立中央银行达成了共识——我们需要一家强有力的金融管理机构。

经过长时间的酝酿，美国国会在奥尔德里奇计划的基础上形成了《联邦储备法案》。1913年，伍德罗·威尔逊总统签署该法案，美国联邦储备系统（美联储，the Federal Reserve System，美国联邦储备委员会是它的核心管理机构）诞生了。

什么是美联储？

《联邦储备法案》开宗明义：这个法案规定建立联邦储备银行，提供弹性货币，提供商业票据再贴现手段，实现美国银行更有效的监督、管理，以及其他目的。

罗伯特·莱瑟姆·欧文是该法案的主要起草者，他曾明言，国民经济会遭遇周而复始的金融恐慌，尤其是农忙时节对资金需求量会骤然上升，法案目标是“让美国不再频发周期性金融恐慌”，手段则是提供“弹性货币”（elastic currency）。否则，周期性金融循环会“对整个美国造成沉重打击，甚至动摇国家的根基”。

关于美联储，前几年有一种流行观点，说这是一家被全球顶级财团控制的机构。这种观点惊世骇俗，也很卖座儿。出现这一论断，可能与美联储最初的股权结构有关，阴谋论自来有人愿意相信，不是因为正确，而是这玩意儿能为弱者失败找到理由，为吸引眼球再演绎一下，错误观点就成了流行品种。

抽丝剥茧，分析美联储，我们也从股权结构入手。

按照《联邦储备法案》，美国共有12个联邦储备大区，每区设定一家联邦储备银行，该区域内所有国民银行都有法定义务成为会员，其他州立银行和信托公司如果符合一定条件也可以加入，所有成员机构必须认购相当于其资本额和余额1/6的联邦储备银行的股本。

有了国民银行的股份，美联储就是一家私人机构吗？答案显然是否定的。《联邦储备法》明确规定，美联储的运行不受私人股东或者商业银行左右，董事会9名成员，其中6名通过选举产生，另外3名由联邦储备委员会任命。不要说来自地方联储的6名董事可以控制董事会，他们的任命是要经美联储批准的。

退一步说，即使股权机构可以影响董事会，全球所有的董事会也只能停留在战略层面，更重要的是实际操作层面，即联邦公开市场委员会（FOMC）。FOMC有12位委员，其中7位执行委员由总统提名，经国会批准，另外5位由地区联邦储备银行主席构成。在FOMC会议上，来自政府的执行委员占绝对优势，5位地区联邦储备银行代表，也在州级政府选举中产生，并不代表商业银行或者金融机构。

如果打一个不太恰当的比喻，大家就容易理解这个问题了。

美联储股权结构有点儿类似于今天我们的行业体系，或者说协会：所有的行业管理组织都是由各家企业出钱供养的，但是，能让行业管理组织听会员的吗？答案显然是不可能的。

实际上，即使在最信奉自由经济的美国也是这样。所谓股权，起不到教科书那么大作用，股权分散条件下股东权力能否落实存疑，否则就不存在“内部人控制”的概念了（内部人控制指企业公司高管层完全控制了公司运营，股东无所作为）。商事公司尚且如此，指望交点儿会费就去指挥美联储是不可能的。

美国建立联邦储备系统是多元集团利益调和的结果，在现有框架内平衡了联邦与州权、东部与西部、工商业与农业等多个利益主体的诉求。所以，众议院银行货币委员会主席帕特曼这样评论美联储：它也是一个古怪的机构，因为你再也不能想象出一个更笨拙、更复杂的混合体，它既是私人的，又是政府的，既是行政的，又是立法的，既是全国性的，又是地区性的。

从今天的视角来看，初生时期的美联储在货币政策操作方面还显得很稚嫩，从最初10年来看，施政方针存在着严重的谬误：在经济繁荣时加大货币供应，经济萧条时期又减少货币供应，理由是经济繁荣时期农场主、工商业主需要资金，反之则反是。也就是说，美联储的货币政策完全是“顺周期”的，整个经济周期，只有复苏阶段能刺激经济，繁荣、

萧条、衰退期间都会加剧经济和物价波动。

长此以往，一场新的危机就在所难免了。

第10章 渡劫

血腥的开端

治史者必须要有历史的纵深感和横向的时代感，金融史当然不例外。

为何美国成为世界第一强国，美元如何超越英镑成为世界货币……这些问题离开“一战”的背景很难做出符合逻辑的回答。唯有把金融发展放在历史联系和世界格局中来研究，才能揭示其本质与地位，就金融谈金融、就历史谈历史是不完整的，如果把金融当作历史决定因素，那么这既不是研究历史也不是研究金融，而是哗众取宠。

“一战”是全球政治、经济、金融等各种矛盾的集中爆发，深刻影响了其后世界历史进程。战争中共有2080亿美元的军费支出，相当于战前英国、德国、法国的国民财富总和。

这场战争是一场世界性灾难，却成为美国崛起的契机。这个向来以正义自我标榜的国家历来如此。1907—1911年，美国国民生产总值为289亿美元，1917—1921年，这一数字高达703亿美元。

1914年，美国并未参战，发生在欧洲的战争距离美国本土很遥远，但是，美国国内市场已经嗅到了血腥的商机，商界和金融界欣喜若狂。

一场欧洲大战似乎可以保证世界经济的未来是属于美洲大陆的，尤其属于北美；欧洲战争对于美国制造业获取世界市场来说是一次极大的机会；这是一个世纪性的机会，一个潜在性的世纪性机会。

美国抓住了这次绝好的机会。

——“一战”前，美国的工业品生产能力就已经达到了世界巅峰，战争为工业品创造了市场，也使得美国出口额急剧增长：这一数字从1914年的8.25亿跃增至1916年的32.14亿。

——除军火工业外，汽车、造船、铁路、化工都取得了飞跃式进步。从1914年开始，交战双方均在美国订购汽车、拖拉机，客车的产量从1913年的46万辆猛增到1917的175万辆；战前美国化工原料原本从德国进口，战争期间德国进口原料价格上涨了10倍以上，国内化工产业从此腾飞，杜威公司等一批化工巨头就是这个时候诞生的。

——最关键的是军火工业。1914年，战争刚刚开始，订单就如潮水般涌入美国。虽然美国的军火主要输出给协约国，但数量令人咋舌。截至9月底，业余选手伯利恒钢铁公司接到价值5000万美元的军火订单，职业选手温彻斯特军火公司则接到10万支来复枪和1亿颗子弹的订单。

……

如此红火的买卖，怎么能少了金融业呢？托马斯·伍德罗·威尔逊在第一次世界大战期间担任美国第28任总统。1914年8月，威尔逊向银行家呼吁，联邦政府不赞同国民银行体系向交战国贷款，美国银行家向任何作战的国家贷款都是不符合中立的真正精神的。

在威尔逊看来，贷款是买美国的东西，钱从美国流出又流入美国，意义不大。这个逻辑如果在企业、家庭微观层面看来确实如此，借钱给别人买自己的东西，不等于把东西白白送人吗？相关行为在宏观层面却有着完全不同的含义，产出扩大伴随着经济繁荣、对外债权扩张，而且金本位时代的规则是借出美元，收回黄金！

总统没有看懂，华尔街却看懂了。

1914年10月，花旗银行副总裁公开表态：国际关系中，今后三四个月是美国金融业的关键时刻，如果我们允许协约国到其他国家购买，那么我们将在最需要和最佳的时机忽视了我们的贸易。言下之意，这生意我们不做有人会做，最后吃亏的还是美利坚合众国。

威尔逊很快就明白了其中的含义。1915年3月，国务卿布赖恩在讲话中明确了美国联邦政府的真实态度：对于美国银行业给予外国贷款，既不表示赞成也不表示不赞成，用威尔逊的话说，就是应当为我们自己的利益而允许借款。

自此，美元开始源源不断地流出新大陆，当然，借出去的是美元，换回来的是黄金。至1917年4月美国参战，欧洲各国运往美国的黄金在

10亿美元以上。攫取了国际金融业的暴利，威尔逊才有底气在1916年说出这样一番话：

最近一两年来，我们已经从债务国变成债权国；我们所掌握的黄金储备数量，比我们过去任何时期都要多；从现在起，我们的事业就是放债，帮助各个国际企业，推动它们向前发展。我们必须向全世界提供大量款项，谁对全世界提供贷款，谁就应当认识和了解这个世界，并且要善于靠自己的精神和意志来统治这个世界。

戴着王冠的强盗重新瓜分世界，无论成败，战争后果对参战各方都是灾难性的。各国10%~20%的劳动力从普通人变为战士，经济更是一落千丈，1918年英国工业产值比1913年倒退了20%，德国则倒退了一半以上。

即使是战胜国也负债累累，1917年美国参战后，欧洲协约国开始大量从美国联邦政府借贷，战争结束的时候协约国共欠美国100亿美元的债务——在当时可是天文数字，1917年英国一年的GDP也不过203亿美元。

获益者只有美国一家，美国从债务国一跃成为全世界最大的债权国、最大的黄金储备国。相反，英国、法国、德国、俄国，无论胜败，都债务连连，黄金储备始终处于净流出状态。在金本位时代，谁有黄金，谁的货币就是硬通货，从此，曾经的全球金融中心伦敦只能远远地看着高高在上的金融新贵——“新约克”（New York，即纽约），英镑也开始在世界贸易中退居第二位。

资本主义世界，变成了美国一家独大。

上帝没有保佑美国

从“一战”结束，到“二战”之前，整个美国都洋溢着一片喜庆，财富冲击着每一个美国人的生活。1928年12月4日，柯立芝总统在国会发表国情咨文，他这样表述美国人的信心：“美国从未遇到比现在更加鼓舞人的繁荣。在国内，人民安居乐业；在国际方面，和平是主流，可以乐观地展望未来。”

“五月花”号的梦想似乎在这一刻实现了，无疑是爆发于美国的第二次工业革命创造了无比的机遇。但是，同样源于“五月花”号的冒险精神，美国人的财富还有另外一种来源：投机。

20世纪20年代末期，美国经济繁荣已经出现了疲态。1925年年底，《纽约时报》工业指数为181点，1926年1月、2月连续下滑到172点。如果这个时候美国祈求上帝保佑，也许就不会折腾出一个1929年世界经济危机来。

上帝没有保佑美国，美国反而来了三位不速之客。1927年年初，英、法、德三国尊贵的客人访美，历史记录了他们的名字：英格兰银行行长蒙塔古·诺曼、德意志银行行长雅尔玛·沙赫特和法兰西银行副行长查尔斯·李斯特。三位央行行长此行的目的：游说美联储放松银根、降低利率，说穿了就是让美联储多印美元。

黄鼠狼给鸡拜年，良心大大的坏！此时的欧洲经济很不景气，又以英、法、德为最。凯恩斯说过，经济不景气的时候可以增发货币，问题是金本位时代国家不能增发货币，欧洲各国需要阻止黄金流入美国，维持自己的货币发行量，进而刺激经济。

英、法、德打的算盘很好，美国增发货币，既进一步刺激了美国经济，又把货币留在了国内。也许是对当前形势的判断过于乐观，也许是为了攫取世界金融“制高点”，也许是觉得此时自己已经是世界老大了，美国答应了英、法、德三国的请求，多年之后，美联储将此次行动称为“75年来联邦储备系统或其他银行系统所犯的代价最为昂贵的错误”。

原本美国货币政策已经相对宽松，经此一事变成了绝对宽松。不是每个人都有投入生产的经验和决心，所以，容易得到的贷款通常只有两个去处，一个是房地产，另一个就是股市，只有这两个地方才能激发全民的金融热情。

宽松货币政策向来都是金融市场的兴奋剂，果不其然，道琼斯指数一飞冲天，1927年全年都在暴涨，最高曾涨到380点。从经济数据来看，1926—1927年美国汽车产量年增速超过10%，实业增长支撑了华尔街的繁荣，无论投机者、厂商还是政客，都对经济前景充满信心。

中国有句古话，“一叶落知天下秋”，任何一次金融危机都有先兆；中国还有一句古话，“冰冻三尺，非一日之寒”，一场大危机不可能突然在健康肌体内爆发，其先决条件必定是逐渐积累下来的，。

1928年，市场显出疲态，变得非常敏感，稍有风吹草动便反应过度。3月12日，道琼斯指数因为一只无线电新股股价飙升而上涨18个点，次日开盘又上攻22个点位。尽管纽约交易所及时公布消息，准备调查这只股票，仍未彻底遏制市场飙升，整个3月市场仍旧处于高位。

投资者不是傻瓜，相反，在泡沫中不置身其中的人才是真正的“大傻瓜”——在击鼓传花的游戏中，只要能传到下一个人，自己就不会是最后一个“大傻瓜”。只要能把球传出去，管他身后是不是大浪滔天！此时此刻，人们不再谈论上市公司的投资价值，市场上流传着各种离谱的传闻。这才是金融市场最恐惧的地方，所谓“金字塔式投资”，就是最初不敢投入太多钱，后期看到赚钱了就开始加大投入，即投资额度从小到大、越来越多，这样一来，“球”就始终在手里，根本传不出去。正确的投资原则正好相反，应该是“倒金字塔”，即一开始投入大量资金，随着市场的上涨，后期投入越来越少。唯有这样才能留住盈利，否则就算在平时的市场里也会输得精光。

——1928年3月23日，通用汽车公司董事拉斯科布预测，该年度汽车销售量将飙升，通用汽车公司的股价应该不低于12倍的市盈率（达到这个价格，通用股价至少要上升30%左右）。接下来的一个星期，通用股票真的上涨了30%。

——市场盛传，威廉·杜兰特（通用汽车公司的创始人之一）将携巨

资进入股市；

——加拿大谷物投机大腕W.卡腾将在年内投资美国市场。

总之，这些传闻归结起来只有一个结论：有神秘的大人物将冲入股市，以这些大鳄的手腕，必然要把道琼斯指数顶到天上去，发财的时机来了！

市场中确实有机构投资者，有所谓“庄家”，这些人确实有资金实力，部分人对市场有着非凡的领悟能力，他们曾经在市场中毫无节制地搏杀，或者联手自买自卖做高股价，或者把卖空数量做到超出股票实际数量，或者毫不犹豫地把对手置于死地。

侵染市场多年，我深知一个道理，希望大家能理解：金融市场只有一个神，那就是市场自身！只有市场永远是对的，市场才是道！市场永远都没有大人物，过去没有，现在没有，将来也不会有，如果真有万能的大人物，就没有市场！

所谓“大人物”可能确实在某段时间内控制一两只股票的走势，不可能操纵整个市场，任何一个市场的指数走势都是千万个投资者的共同信念形成的图形，在市场之道面前，任何“大人物”都微不足道。

在金融市场，判断对了大势，你就是大人物。

实际情况是，拉斯科布作为通用汽车公司董事，理所当然看好自己的公司，当然也会对销售行情做出乐观预测；

杜兰特确实是通用汽车公司创始人之一，但他此时已经被公司扫地出门；

卡腾确实曾经笑傲全球谷物市场，但此时，他已经是行将就木的老人，国会听证会证明卡腾有着严重的失忆症和听力障碍……

金融市场上的通病，是人们悲喜过度，乐观时喜欢听虚幻的神话，不喜欢骨感的现实。哪怕眼前只有皇帝的新装，也宁愿自己被贪婪迷住眼睛；哪怕只有点滴虚幻，投资者的市场认知也会不断自我强化，1928年的每一天都是好日子。

1928年也是美国总统大选之年，当选者胡佛就是忠实的多方，他在

竞选演说中已经清楚说明了联邦政府的态度。有这样一位总统，市场还怕什么？

11月7日，胡佛当选的第二天，纽约证券交易所创造了489万股。1929年年初，人们不再谈论自己有多少钱，只需要琢磨能在经纪人那里融多少钱，能借到钱就一定能赚到钱（这就是所谓“金字塔式投资”，赚了还想再赚，投入更多才能更赚）！

此时的华尔街已经疯了。面对危局，美联储终于拿出了勇气。

1929年2月2日，美联储函告银行界：商业银行可以向美联储融资，但如果被美联储发现这种融资用于市场投机，就必须“承担严重的责任”。

2月7日，美联储致函投资者：投机性信贷等于利用联储货币政策透支国家的未来，建议公众检举揭发此类行为，联储将竭尽全力调查。

整个3月，美联储开始连续召开会议，却不对外透露任何消息。人们明明知道这些会议与市场有关，记者却无法从美联储官员口中获得只言片语。市场调控有很多手段，不一定掏出真金白银，甚至不一定表态，暧昧同样是态度：尽管没有提高资金成本，美联储的暧昧被市场理解为严重的警告，银根即将收紧，货币市场不会再这么宽松。

面对无声的威胁，整个3月，货币市场都在紧缩银根，银行开始提前收回贷款，尤其是经纪人保证金贷款。此情此景，银行业一致判断联邦储备将造成短期利率持续高位，肯定不能放过这样的赚钱的好机会。资金拆借市场应声而起，很快，证券经纪人贷款的年化利率就上涨到了14%。

股票市场对短期资金拆借利率最为敏感，资金成本一旦提高，流入市场的资金就会减少。果不其然，华尔街闻声而动：3月25日美联储会议结束，道琼斯指数单日最高跌幅甚至达到20%；3月26日，市场出现了天量抛盘，纽约证券交易所竟然出现了单日824.674万股的换手量，远远高于以往任何一天的交易纪录。当日，几乎所有投机者都接到了经纪人措辞强硬的电报，要求他们追加保证金。

胜利就在眼前！如果美联储能继续这种强硬的态度，或许1929年大危机不会如此惨烈，不过，真实的历史跟美国开了个玩笑。

或许是不愿意承担引发衰退的责任，3月26日，美联储以官方名义公开发表了一篇类似散文的文章，以春秋笔法暗示当前货币市场拆借利率偏高，收回经纪人贷款是不理智的。另一个原因是，美联储已经有心无力。

1929年年初，美联储联邦债券仅剩2亿，要知道，美联储调控利息的方法不是直接指定利率，而是要货币市场通过买卖债券调控市场利率。联邦债券就是美联储的子弹，卖出债券，收回流动性（反之则反是），当时美联储每次在货币市场上仅仅能放出几百万美元的债券，巧妇难为无米之炊。

3月27日，纽约国民城市银行宣布向短期拆借市场投放2500万美元，然后，以持续低一个百分点的利率依次追加贷款，以确保利率保持在“合理”的水平。货币市场拆借利率应声大幅下滑，华尔街心领神会。

疯狂的时候没有人能保持清醒，再伟大的人也可能被贪婪蒙住双眼。

1929年6月，布朗大学、哥伦比亚大学、康奈尔大学、哈佛大学、普林斯顿大学、宾夕法尼亚大学和耶鲁大学等几所常春藤大学联名发表了一篇在历史上臭名昭著的声明：“数百万投资者的评价对纽约证券交易所这个令人赞叹的市场产生了作用，他们的一致判断说明，现在的股票价格并没有被高估……股价将达到并维持在一个永久高位。”

这个世界上存在“永久高位”之类的玩意儿吗？恐怕大学一年级本科生都知道金融市场不可能单边上扬的道理。但是，所谓常春藤大学居然说出了如此愚蠢的话：道琼斯指数将只有更高，没有最高！

8月，经纪人贷款已经达到了170亿美元，华尔街似乎还没有看到尽头。没有尽头的是风险，也正因为风险未知，所以才最可怕。该来的终究会来，只是事前人们不知道它会以怎样的方式到来罢了。

9月5日，美国非著名“统计学家”巴布森在全美商业联合年会上发表演讲：崩盘迟早会发生，而且难以遏制。

犹如魔咒一般，当天下午2点，纽约证券交易所放巨量下挫。

今天人们把巴布森当作预言家。实际上，巴布森根本不是什么著名

的股评人士，他的职业很多，有教育工作者、哲学爱好者、教徒、统计工作者……其中最重要的是占星者，归结到一点，这人的话对市场根本不应该有影响力。

然而，就是这样一个无足轻重的人引发了市场暴跌。10月，美国联邦工业指数、钢铁指数全线下滑，很明显，美国经济走入了下滑期。此时，几乎已经是一边倒地看空了，市场不停小幅下挫，没有一次像样的反弹。

1929年10月24日，是二十四节气之一的霜降。对西方金融市场来说，这一天真可谓“霜降”，纽约市场经历了有史以来最惨淡的时刻，当天创出了1290万股的天量交易纪录，上午11点后，纽约证券市场终于出现恐慌性抛盘，顾盼之间已经银河落九天。

没有人能想到1929年10月24日纽约证券市场会闪崩，10月29日，道琼斯指数创下了22%的跌幅和1641万股天量交易纪录，自动报价机打出的纸带超过1.5万英里，直到闭市后4个小时才打完。人们将这一天形容为“纽约交易所112年历史上‘最糟糕的一天’”。

纽约证券市场暴跌，并不是最糟糕的，接下来的情况震惊了所有人。一旦市场信心丧失，原本顺畅的经济就好像被人诅咒了一样，企业倒闭、工人失业、银行破产、贸易萎缩、信用系统瘫痪……危机像瘟疫一样席卷全球，英、法、德、日……就连当时的中国也未能幸免。德国达姆斯塔特银行等大银行率先破产，接着银行破产潮席卷法国、英国和整个欧洲，金本位体系几乎在全世界崩溃。

危机对世界经济造成的伤害丝毫不逊于第一次世界大战，成千上万人流离失所，不知多少人以自杀的极端方式结束了生命。据说，宾馆服务员总要问顾客一个问题：“您是要一个房间睡觉，还是要一个房间自杀？”

关于这场危机的成因，人们有很多讨论：

——凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中提出，大萧条的产生是总需求萎缩造成的，总需求萎缩又是因为人们预期悲观，厂家和居民对投资回报率、未来收入均持悲观态度，从而导致消费、投资均不足；这一过程又呈螺旋状态，进而使经济萧条加剧。

——弗里德曼在1963年著成的《美国货币史：1867—1960》中则给出了货币主义学派的解释。1929年大萧条的起因很简单，因为美联储缩减了货币供给，直接导致市场崩盘，这是一场外生变量引来的灾难。

两者分别代表凯恩斯主义和货币主义给大危机开出的药方，在经济学中，所谓科学化的结论是不存在的，任何一个孤立的事件都不可能穷尽一切去解释一个社会问题。相比之下，凯恩斯的解释则有些抽象，预期悲观、消费不足、投资不足，最终导致了大危机。至于弗里德曼的解释，他最有力度的支持数据是1929年8月—1933年美国货币供应量降低了1/3。

那么，我们又会对大危机做出什么解释？要想洞悉眼前的陷阱，必须拨开历史的迷雾，一场让全球经济陷入动荡的大危机，其成因显然不仅仅在危机本身。

事情总有原因，不过不是华尔街。

以电气化为特征的第二次工业革命发生在19世纪末、20世纪初。1924年，美国电力消费达到650亿千瓦，是全世界其他地区的总和。

这是一个所有人都始料不及的时代，汽车、收音机、电冰箱、电熨斗、洗衣机、电影对于普通人来说已经不再是奢侈品，人们突然发现世界如此美好……

一种工业品从基础理论到实验、试点、量产，再到普及到整个市场，其间有一个漫长的过程。基础理论在几十年甚至上百年前就已经出现，从实验品转到商品销售，产量必定很低，也就必定成为奢侈品；随后，经过一段漫长时期的工艺改良，这种产品则可能实现量产，市场会下沉，就成了大众消费品。

回想一下我们20世纪80年代的电冰箱、90年代的空调，就明白这个道理了。当时几千块钱的价格，按收入占比折算到现在简直是天文数字。随着电子产品的普及，电冰箱、洗衣机、彩电就变成了很普通的消费品，一旦一种产品普及每一个家庭，利润就没多少了，市场也就开始萎缩了。市场萎缩，企业赚不到钱，但前期扩张期留下来的设备还在，工人还在，如果不能顺利转型，便会造成工人失业、生产下降。

一个电子行业也就算了，如果一个社会生产的根基都在某类产品

上，那么积累到一定程度便会发生停滞。在经济学上，人们用“延续型创新”和“毁灭型创新”这两个名词解释相关现象。

所谓“延续型创新”是指在现有技术基础上进行改良，不是开天辟地的创新。顾名思义，“毁灭型创新”就是毁灭一个旧世界，创造一个新世界，所谓“毁灭”就是把现有技术模式完全推翻，改变整个世界。例如，蒸汽机对水力、风能的取代，电气动力对蒸汽动力的取代。

被毁灭型创新摧毁将是人类历史上所有行业、所有产品的最后归宿，所有曾经辉煌的产业都会归于寂静。如果所有产业真的都长盛不衰，停滞的就是人类前进的脚步。

每次毁灭型创新都会建立一个全新的世界，从无到有、从稀少到普及，必然会在全球形成巨大的市场，也必然会刺激经济飞速发展。可是，一旦毁灭型创新的潜力释放殆尽，也就是说，产品在普通人家庭普及，延续型创新就会释放能量，但这种能量是很有限的，因为在繁荣时期积累的货币、产能还在，那么有效需求不足与过剩的生产能力之间就会产生巨大的冲突。

其中的关键就在于从毁灭型创新向延续型创新过渡，毁灭型创新积累了大量资金，这些资金与其他资金没有任何区别，一定是要追求高回报的。如果金融政策应对不当，游荡的货币便不会流向实体经济，反而有可能产生虚假繁荣的泡沫。很显然，实体经济不能再产生超额利润了，金融体系如果还想在繁荣中生活下去，就会埋下危机的种子。

从本质上来说，1929年大危机与2008年全球金融海啸的逻辑是相同的，不同的是，1929年大危机是由电气化创新动能耗尽造成的，2008年全球金融海啸则是由信息革命创新遇到了瓶颈造成的。结果，当年是股市崩盘导致全球大萧条，如今是次贷者破产导致全球信用链条断裂。

从这个角度来说，世界范围内的金融危机、经济危机都是不可避免的。面对危机，人们需要了解的是如何减轻疼痛，又该如何尽快迎接下一次毁灭型创新。

让我们来看一看美联储和美国政府是怎样应对1929年大危机的吧……

被冤枉的胡佛

提到1929年美国政府的救助措施，每一个人想到的都是罗斯福新政。罗斯福新政，从他的上一任总统胡佛开始。

赫伯特·克拉克·胡佛（1874—1964年），1929年大危机爆发时担任美国总统，是唯一曾经在中国工作过的美国总统。清朝末年，胡佛成为大清王朝开滦矿务局的美方员工，这段经历为他积累了人生第一桶金，凭着在中国积累的资金，胡佛才登上总统宝座。

主流文献认为，胡佛深受古典经济学影响，坚持市场可以自动出清，联邦政府最重要的作用就是静观其变。最明显的例证，1929年12月之前，胡佛召开了一系列会议，呼吁工商企业和银行界快速恢复生产和组织资金投放，劳工组织应该本着自愿的原则不再提高工资。

总之，一切依靠市场……

无为而治，确实是胡佛任职初期的救市政策，很快他就发现依靠市场自身恢复信心是不可能的。只要信心不恢复，人们就不会产生良好的预期，消费萎靡不振，生产就会下滑，破产就会继续，胡佛开始高呼："我们可以什么都不做，但那样就会导致毁灭。相反，面对这种局面，我们应该采取经济防御和反击计划，对于私营企业和国会来说，这可能是合众国历史上最为庞大的一项计划！"

胡佛拟定了多层次反击计划，奠定了罗斯福新政的基础。1933年总统大选，民主党攻击胡佛是"自由经济"的信奉者，还真是冤枉胡佛了。

先看一下财政政策，在胡佛总统任期内，美国政府的公共投资为7亿美元，是1900—1929年联邦政府所有投资的3倍。胡佛依靠联邦财政，共修筑37000英里公路，国家公共设施投资亦飞速上升，电影《变形金刚》中囚禁威震天的亚利桑那州胡佛水坝就是在那个时代修建的，可见投资手笔之大。

再来看看美联储及胡佛总统的金融政策。弗里德曼把1929年大危机的罪责扣在美联储和胡佛总统头上，认为大萧条时期美联储几乎无所作

为，胡佛总统则缺乏必要的领导才能。确实，美联储在大危机期间有不作为的嫌疑，既缺乏必要的魄力，又被本位主义左右。好像从一开始美联储就不怎么听美国总统指挥，这顶帽子扣在胡佛头上有点儿不太合适。

在10月26日的暴跌中，纽联储召开会议，拟定购买1亿美元国债，以支持市场流动性。如果这一行动能够持续并且变为美联储层级的行动，那么1929年大危机造成的损害有可能减缓。但是，纽联储的行为遭到了美联储的反对，美联储认为应该迫使银行对联储系统进行再贴现，以增加流动性。

接下来，美联储批准纽联储将再贴现率下调1个百分点至5%，却出乎意料地附加了一个条件——未经批准不得再在市场上收购国债。为此，时任纽联储主席哈里与时任美联储主席罗伊·杨之间爆发了激烈的争吵，纽联储公开市场操作的行为被限制在一定范围之内——每星期不得超过2500万美元。

在接下来的一年里，国民银行体系面临破产潮，美联储却坚持不回购国债，仅仅依靠调整再贴现率，哈里被死死压制。再后来，1931年美联储居然多次下令调高再贴现率，这对危机中的银行来说，无疑是雪上加霜。

对于纽联储和美联储的争吵，胡佛明确建议美联储同时采取公开市场操作和降低再贴现率的措施，以此保证货币体系有充足的供给。他说：通过公开市场业务并且降低贴现率来进一步扩张信贷，以抵消外国提款造成的信贷紧缩。虽然我们知道美联储的行动不能停止经济繁荣，但我们希望在经济萧条时期扩张信贷会有一些作用。

遗憾的是，美联储依旧没有遵从胡佛的建议，过分倚重再贴现率而轻视公开市场业务。胡佛对美联储的不作为颇感无奈，只得亲自披挂上阵。

1931年12月，胡佛在国会演讲中说：采取超前措施加速经济复苏的时机已经成熟，并据此提交了一系列立法计划。根据该计划，1932年美国联邦政府花费5亿美元成立复兴金融公司（REC），该公司有权动用15亿美元救助银行、信托公司、保险公司以及各类贷款协会，甚至可以直接对铁路公司放贷；同时，耗资1.25亿美元成立“住宅贷款银行”，对

因房贷而面临破产的银行和个人进行救助。

REC和住宅贷款银行是胡佛在任期间最有价值的金融救助措施，这一行动挽救了岌岌可危的商业银行体系，保住了很多即将破产的银行。即使如此，也有49%的美国银行没有逃脱破产的命运，可以想象当时的情况有多严重。

唯一不得不恐惧的就是恐惧本身

胡佛之后，主角变成了富兰克林·德拉诺·罗斯福（1882—1945年）。1933年，罗斯福从胡佛手中接过了挽救美国的接力棒，此时，大危机已经达到了巅峰。GDP退回15年前的水平，只有100多亿美元，道琼斯指数则始终在30多点徘徊，美国银行业都处在风雨飘摇之中。

受命于危难之际，罗斯福说出了那句震古烁今的名言：唯一不得不恐惧的就是恐惧本身！

货币兑换商已从文明庙宇的高处落荒而逃。我们要以亘古不变的真理来重建这座庙宇。衡量重建的尺度是我们体现的比金钱利益更高尚的社会价值的程度。幸福并不在于单纯地占有金钱；幸福还在于取得成就后的喜悦，在于创造努力时的激情。务必不能再忘记劳动带来的喜悦和激励，而去疯狂地追逐那转瞬即逝的利润。

——罗斯福

如何才能救赎一个满目疮痍的经济体？罗斯福给出的答案是：坚信联邦的力量！既然挽救危机的关键是信心，那么最能给国家和民族以信心的是联邦，就让联邦赐予银行力量吧！

资料显示，当时联邦财政手中能动用的黄金只有55亿美元，救助银行体系至少需要80亿美元。更要命的是，当时美国有一万多家银行，根本没有时间一一清理，要是等到清理完了，银行体系早就崩溃了。没有摩根一样的金融市场灵魂人物，恢复银行系统运转对联邦政府来说显然是不可能完成的任务。

罗斯福的解决方式很简单，解决银行危机的手段就是一字真经——拖！

上任仅两天，1933年3月6日，罗斯福援引《对敌通商法》，强行命令全美国的银行进入为期4天的休假状态。4天之内，美国国会通过了《紧急银行法》，授权复兴金融公司投资银行股份，要求美联储对州立银行（非联储会员银行）进行贷款救助，各大区联邦储备银行可以自行

发行货币。

按照《紧急银行法》的条款，全美国的银行被分为4类，状况好的可以营业，状况不好的就先关闭——请注意，罗斯福说的是关闭，不是破产。问题银行都关门了，开门的都是健康银行。

《紧急银行法》并没有解决银行体系的问题，但是，问题银行被暂时关闭了，矛盾得以暂时压制，给总统应对危机赢得了充分的时间。

为了稳住局势，罗斯福新政也是需要钱的，没钱怎么办？很简单，找美联储。

美国国会随后通过《托马斯修正案》，美联储获得了一项至关重要的权力——发行货币。从此，美联储可以根据经济形势需要发行票据，然后以票据为储备发行美元；在此期间，美国实行虚金本位制。所谓虚金本位就是仅在名义上维持金本位，承认35美元仍可兑换1盎司黄金，实际上禁止提取黄金、黄金出口，美元与黄金之间的兑换机制被切断！

单纯从学者角度来看，罗斯福新政的招数是典型的行政命令。在如此崇尚市场的美国，罗斯福的举措也没引来非议，此时此刻，每个人都知道，要想尽快渡过危机，必须依靠总统的权威！

在一次演讲中，罗斯福这样为自己的行为辩护："全国需要而且要求进行大胆的、持续的试验。采用一种方法并试行之，这符合常理。如果这种方法失败了，就坦白承认并试行另一种。首先得试行某种方法。"

接下来，罗斯福使出了撒手锏——行政管理，通过一系列法令对银行、证券公司等金融机构业务进行规范。短短两年内，颁布了三部至今仍对全球金融界有深远影响的法律，它们分别是《1933年银行法》（也被称为《格拉斯-斯蒂格尔法案》）《1934年证券交易法》《1935年银行法》。

这三部法律奠定了此后美国乃至全球金融体系及监管体系框架，总基调只有一个——强化联邦对于金融业的权威性。从三部法律诞生起，美国学术界的讨论就没有停止——政府规制究竟是防范了风险，还是抑制了效率？

在一片争论声中，部分条款在1999年被《金融现代化服务法案》否

定。结果显而易见，仅仅不足10年，人们又在次贷危机和全球金融海啸中重新领会了罗斯福的智慧。

《1933年银行法》在全球金融业发展史上具有里程碑一般的地位，这一节重点说《1933年银行法》。

每次金融危机的起点都是证券市场，证券市场面对公众，所有非理性情绪表现得最为充分。然而，金融危机的根源却一定在于银行体系和货币政策。毁灭型创新中一定会有宽松的货币政策支持，毁灭型创新缔造的市场一旦终结，银行体系的资金就可能流入虚拟经济寻找高收益，也就会形成泡沫。

既然如此，《1933年银行法》的目标很简单：商业银行必须与投资银行相互分离，不准许做证券业务！（今天，我们的《商业银行法》也沿袭了这种思路——银行业务要与证券业务隔绝）该法彻底切断了银行体系与投资银行体系的连接，尽管信贷与证券市场还会有某种形式的资金连通，但在法律的规制之下这种情况一定会减少，也就是对危机起到抑制作用。

从此，美国商业银行与证券、保险业相互分离，也就是所谓金融分业经营模式，商业银行必须接受美联储监管。金融分业经营模式在美国一直延续到1999年，中国金融体系管理模式与之类似，至今分业经营在中国仍然是不可突破的法律屏障。

顺便说一句，根据该法案，美国联邦政府建立了一家新的机构——联邦存款保险公司（FDIC），以及新的存款保险系统。联邦储备会员银行必须加入存款保险，如果银行破产，那么5000美元以下的个人存款可以在FDIC得到赔偿。

20世纪末，美国废止了《1933年银行法》，但这并不意味着《1933年银行法》的理念是错误的。一部成功的经济规制法案必定与当时的环境相互配合，随着环境的变化，管理方式也会发生变化。事实上，经济学根本不可能和自然科学一样，经济学没有真正的对错之分，只要适合，就是正确的，没有一成不变的先验性模式。

2008年全球金融海啸后，包括资金运转方又形成了一波对否定《1933年银行法》的反动：尽管分业金融体系将损耗资金运转效率，这不一定是最好的管理方法，但它一定是最直接、最有效的方法。

第11章 那年，那小镇

凯恩斯与怀特

人们知道，1939年德国入侵波兰是“二战”的导火索，很多人并不知道，“二战”之前德国提出过一个“冯克计划”，以德国马克替代黄金，以柏林为中心建立多边清算体系，希特勒希望以德国为首的法西斯势力统治欧洲货币市场。统治了欧洲货币市场就统治了欧洲！

这样的计划当然不得人心，英法等国家强烈反对“冯克计划”，最终使得该计划流产，这也是希特勒发动“二战”的导火索之一。金融市场拿不到就动手去抢，开战之后希特勒始终不遗余力地推行“冯克计划”，试图依靠武力在金融市场一统天下。

为了揭露冯克计划的荒谬性，英国经过缜密的准备，于1941年9月提出了“战后货币政策”和“关于国际货币同盟的建议”两项备忘录，执笔者是大名鼎鼎的凯恩斯，两项备忘录就是后来英国“凯恩斯计划”的草稿。

战争进行到1941年的时候，美国开始为全世界提供军火——当然要用美元结算。当年8月，美英两国签署《大西洋宪章》，此时美国成为西方世界领袖的意图已经一览无余，包括英国在内的主要西方国家都已无奈地承认现实。

1941年12月，日本偷袭珍珠港，美国宣布参战。参战是全方位的，其战场还包括金融市场。从这时起，美国就开始考虑在盟国间建立稳定基金，拟定相关备忘录，目标是为盟国提供金融援助，为战后建立有效的国际货币体系做好准备。该备忘录由时任美国财政部长怀特主笔，也被称为“怀特计划”。

然而，创立一个属于美国的世界不是那么容易的，由于支付习惯等原因，就算旧的“老大”英国禅让也仍然不行。因为，货币存在一种路径

依赖，一旦一种货币用得顺手了，再换另一种货币，必定需要一段时间。

1943年雅尔塔会议之前，英镑仍是世界主要货币，全球40%的国际贸易用英镑结算。对于如何建立起有利于美国的新国际货币体系，美国人一定动了很多脑筋。

众所周知，1944年6月，盟军在诺曼底登陆，法西斯国家战败已成定局。法西斯国家战败并不意味着“二战”结束，战胜国在金融市场鏖战正酣：究竟谁才是世界老大？

此时，英国丢掉了世界经济第一大国的位置，黄金储备只有19亿美元。反观美国，黄金储备则为200亿美元，占世界黄金储备的70%。金本位时代，谁有黄金，谁的货币就是硬通货，然而，由于支付习惯的原因，英镑仍旧是第一世界货币，美元屈居第二。

实力如此悬殊，世界货币霸主的地位一定会易主。然而，英国不甘心跌落神坛，不希望改变，一场龙争虎斗在所难免。

1944年7月，在美国倡议下，44个盟国代表到达美国新罕布什尔州布雷顿森林镇。这里是久负盛名的避暑胜地，谁也没有想到，一个景致优美、草木青葱的小镇会成为国际金融巨头争吵的场所。

德国战败后被排除在外，冯克计划自然被束之高阁。会议的主要争吵者变为英国和美国，双方分别提出了“凯恩斯计划”和“怀特计划”。英国派出的代表团长是大名鼎鼎的凯恩斯本人，美国代表团团长则是时任美国财政部长怀特。

金融是经营利益的行业，所谓利益就是实力，大国外交就更是如此——没有永远的朋友，只有永恒的利益。至于谁成为世界货币，可以用《增广贤文》里的几句话——“有钱道真语，无钱语不真。不信但看筵中酒，杯杯先劝有钱人”来预测，无论金融市场还是大国竞技场，实力是最重要的因素。

作为战胜国、曾经的日不落帝国、第一代世界金融霸主，英国已经沦为大国竞技场的陪练。首相丘吉尔这样描述自己的感受：我的一边坐着巨大的俄国熊，另一边坐着巨大的北美野牛。中间坐着的是一头可怜的英国小毛驴。

布雷顿森林会议上，英国试图维护最后的面子，不想放弃英镑世界货币的位置。问题的关键大家都清楚，英国没有黄金，黄金都在美国；如果英镑继续充当世界货币，那么需要黄金的时候怎么办？

金融学的智慧是无穷的，“凯恩斯计划”的关键便在于此：没有黄金，咱们可以不用黄金作为货币。

就此，凯恩斯提出了一个大胆的设想：成立国际清算同盟，发行一种全世界统一的货币，取代世界货币。至于国际清算同盟谁说了算，按“二战”前三年的进出口贸易平均值计算。如果按照这种计算方法，“二战”前美国贸易额根本无法主宰全球货币，同时，英国名义上只能获得世界货币份额的16%，也没有绝对发言权。

这原本是最好的建议，世界经济增长到一定程度，黄金将成为桎梏，只不过在当时的环境下，人们不可能理解罢了。人们只是以为，凯恩斯计划像酸葡萄，我吃不到，别人也别吃，英镑不做世界货币，美元也别想做！

大家太小看凯恩斯了，不是这样的，按照“凯恩斯计划”，英镑还是世界货币。其中关键就在于“‘二战’前三年的进出口贸易平均值”这个计算方法。如果以英联邦（英国＋英国前殖民地）为统计范围，那么英镑话语权为35%，美国远比这个数字低。如此，设立世界货币，各国之间无须清算黄金，黄金也就不可能再起到世界货币的作用，英镑还是世界货币！

按照“凯恩斯计划”，英国已经不是在和美国分享世界货币领导权了，而是根本不想放弃国际货币老大的位置。为争取“凯恩斯计划”的通过，英国派出的首席代表就是大名鼎鼎的凯恩斯本人。

凯恩斯于“一战”后出版《和平的经济后果》，奠定了当代经济学之父的位置。“二战”后，凯恩斯出版《就业、货币与利息通论》，这本书不仅仅是当代经济学的灵魂，还是美国罗斯福新政的经济学理论根基。单纯就经济学领域的个人魅力和影响力而言，凯恩斯称第二，全世界没有人敢称第一。

可以想象美国人面对这位教父级人物的感觉，英国谈判团队副手罗宾斯这样回忆当时的场景：我常常想，凯恩斯一定是最了不起的人物之一，逻辑思路敏捷，有老鹰捕食的那种直觉、生动的想象力、宽广的视

野，而最重要的是他用词的精确，所以这些素质的结合使他比普通人高出一筹……美国人坐在那里，对这位神仙一般的来访者的歌唱如痴如醉，仿佛他周身都是金色的光环。

很遗憾，靠个人魅力和外交手段是不可能在国际金融市场为王的。无论金融市场还是大国外交，最重要的因素只有一个——实力。

“二战”期间，英国在庞大的殖民体系中购买资源、粮食和工业原材料，支付手段不是黄金而是英镑。这种行为无限透支了英国国家信用，英联邦国家积累了大量的英镑，又无法自由兑换为黄金。英国试图在全球建立新的货币体系，替换黄金的作用，大家手里的英镑岂不是作废了，这种建议有谁会听呢？

反观美国的怀特计划就令大家十分有好感，很实在。简单地说，怀特计划就是由美国出面组建并控制“联合国平准基金”。平准基金中，会员国货币可以盯住美元，美元盯住黄金，这实际上就是全世界放弃金本位，转而推行美元本位。最致命的一条，怀特计划提出：新的国际货币体系中，英国取消外汇管制和各国对国际资金转移的限制！

如果是你，会选择哪个？

还有一个问题，英国是当时世界货币的老大，如果坚持不肯让位，就是不同意怀特计划，美元登顶的时间就会被拉长。英国确实可以这么做，当时英国谈判代表分成两派，一派坚持不肯屈服；另一派相对缓和，提出必须把美国纳入西方国家框架之内，否则，西方国家可能很难建立长久的货币体系。相当一部分英国人认为，与美国站在一起才是西方世界长期和平与繁荣的保障，但是，必须为英镑争取必要的话语权，不能让美元独大。

大国博弈的舞台，很多情况下都是明牌，关键看怎么把这些牌打出去。英国的打算美国心知肚明，但美国没有明确表示反对，而是在背后做足了小动作。

国际金融市场也是一个论资排辈的场合，资格老的坐前面，资历浅的坐后面，即使有足够的实力也必须尊重前辈。当时的情况就是这样，凯恩斯是经济学奠基人，就连罗斯福新政的理论根基都是凯恩斯创立的，这样一个人在场，实在是不好办。

《凯恩斯传》的作者斯基德尔斯基在书中这样描写当时的情况："凯恩斯那种敏锐的头脑既让怀特感到佩服，又让他感到有必要加以抵制，因为凭凯恩斯的智力足以设下种种陷阱，一不小心就会掉进去，凡是读过凯恩斯《和约的经济后果》一书的美国人总是担心他们会上英国人的当。"

怎样才能让英国屈服呢？如果凯恩斯不在谈判现场，事情就会好办很多，美国打的就是这个主意。

为了最大程度削弱这位教父级人物的影响力，美国在谈判之前先组织了讨论世界货币的筹备会议。在凯恩斯看来，筹备会议不会有太多问题：凯恩斯计划提出建立国际清算同盟，以一种世界货币"本柯尔"（Bancor）取代英镑与美元，怀特计划则提出国际货币命名为"Unitas"，即"尤尼他"，尤尼他可以取代英镑与美元。英美双方目标一致，所谓会议不过就是确定一下名称，程序性事务罢了。

没有想到，会议异常繁杂，涉及44个国家，大量法律术语必须用不同语言清晰解释。无休止的争吵，搞得这位原本就不怎么健康的泰斗人物第一个星期就病倒了。后人猜测，怀特的目标根本不是建立世界货币，目标可能就是在正式谈判前把凯恩斯拖垮。果不其然，1944年7月1日会议正式开始的时候，凯恩斯已经被迫住院修养，无法参会。

本来就实力不济，又丧失了灵魂人物，英国注定会成为这次交锋的败者。1944年7月，44个国家代表在激烈争吵之后终于签订了《布雷顿森林协定》，"布雷顿森林体系"诞生，并据此成立了国际货币基金组织（IMF）。

布雷顿森林体系指的是"国际黄金汇率标准制度"或者"黄金美元本位"，内容包括以下三条：

第一，美元和黄金挂钩，1美元＝0.888671克黄金；

第二，其他国家货币与美元挂钩；

第三，世界各国根据黄金比价实行固定汇率。

如果成员国出现了国际收支不平衡怎么办？有两种途径：第一，向国际货币基金组织贷款；第二，向国际货币基金组织申请调整汇率。

布雷顿森林体系以黄金为基础，美元与黄金直接挂钩，又以美元为中心稳定了国际货币体系。这也就意味着，美元＝黄金＝唯一的清算工具＝唯一的支付工具＝唯一的储备货币。

一个貌似很复杂的国际货币体系，一句话就能说清楚：美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，美元成为世界唯一与黄金一同作为储备资产的货币。即，以美元和黄金为基础的金汇兑本位制。

世界各国的货币与美元保持可调整的固定汇率，为了保证货币汇率的稳定和资本流动的有序性，成立了由美国主导的国际货币基金组织和世界银行两大国际组织。

后文中我们会提到布雷顿森林体系有很多致命的缺陷，但这些并不能抹杀它的光辉。20世纪30年代大危机期间，世界货币体系四分五裂，英镑、法郎、美元代表的三个集团互不相让，无休止地进行外汇倾销，使世界经济承受了更多灾难，最终引发了第二次世界大战。在国际货币这件事上，所有国家形成一种共识，世界需要确立稳定的多边汇兑体系，必须达成协议。苏联代表在布雷顿森林会议上有如下发言：各国货币的稳定、世界贸易的扩大、国际收支的平衡……所有这些渴望对于组织战后世界、维护并加强世界和平与安全均具有重要意义。

战后，布雷顿森林体系结束了国际金本位崩溃后国际金融领域的混乱局面，使得西方世界出现了长达1/4世纪的长久繁荣。布雷顿森林体系实行固定汇率，不存在黄金输送点的概念，各国货币供应实际不受黄金储备限制，可以动用货币政策缓和危机和萧条。由于美元成为主要的世界货币，美国可以通过贷款、赠予、援助等多种方式在世界范围内扩张货币，扩大国际贸易。

布雷顿森林体系的可贵之处还在于，各国能在一定程度上牺牲自身利益，坐在一起拟定一个合作规则，创立一个开放的世界货币体系，这在人类历史上还是第一次。如果英国坚持不肯让步，美元虽然最终也一定能在世界货币中登顶，解决国际收支不平衡，但战后重建之路将会更加漫长和痛苦。

那年，那小镇，布雷顿森林体系能持久吗？

美元灾，美元荒

如果说世界上真的有命定，布雷顿森林体系的命定就是崩溃。不仅仅是美元，任何一种货币在成为唯一的世界货币之前都不可能解决这一先验性弱点——特里芬难题。

布雷顿森林体系下，美国独占世界货币规则制订和修改权，说到底是美元一家独大。维持世界货币地位要做到以下两条：第一，保证本币与黄金官价稳定，确保全球金本位有足够的信誉；第二，要向全球提供足够的本币。

要维持本币与黄金的兑换稳定，本币就不能过分流出；要维持全球流动性和国际清算，就得给大家分美元，让美元流出。

美元不能流出……

美元必须流出……

这显然是一个自相矛盾的体系，一枚硬币的两面永远不可能重合。不仅是美元，世界上根本就没有一种货币能同时满足上述两个条件。

过去没有，现在没有，将来也不会有。

任何一个国家的单一货币都不可能成为世界货币，这就是特里芬难题。

1947年3月，国际货币基金组织开门大吉，标志着布雷顿森林体系正式开始营运。1971年8月15日，尼克松抛出的“新经济政策”，则是布雷顿森林体系崩溃的标志。凡此24年，这整个命定的过程颇是耐今人寻味。

在布雷顿森林体系28年寿命中，前14年（1944—1958年）可以用一个词来形容，即“美元荒”。望文生义，所谓“美元荒”的重点是“荒”，各国都没有美元，全世界都在为美元奇缺而困扰。

第二次世界大战摧毁了参战国工业体系，无论盟国还是轴心国。

英、法等盟国以胜利国的身份签订了《波茨坦协定》，但是，实力已经被战争耗尽。以英国为例，黄金储备几乎枯竭，对外贸易减少了2/3；英国也从债权国变为债务国，本土及英联邦1945年债务总计23.39亿英镑。丘吉尔首相在波茨坦会议上沮丧地说，英国是作为世界上最大的债务者走出这场战争的。

在经济学上，所谓需求有两个条件，一是有购买需求，二是有购买能力。“二战”后的世界充斥着购买欲望却没有美元，只有美国有美元，而且有生产能力。各国需要购买商品，美国需要对外卖出自己的商品。

只有一个问题：大家都没有美元！购买方的黄金桶已经被刮干，另一方盆满钵满还想接着赚……

1949年，美国出口产品价值159亿美元，进口只有91亿美元，顺差高达68亿美元，其中对西欧贸易顺差达30多亿美元。以欧洲当时的生产能力，黄金流入美国短期内肯定无法回流，美国的黄金越多，这个游戏就越玩不下去。

一个国如同一个家，断了主要收入来源的家庭，只出不入，日子如何继续？

作为西方世界的龙头老大，美国原本应该承担起大国责任，谁也没有想到美国人居然干起了趁火打劫的勾当，专门对亲朋好友下手。也难怪，国际舞台从来都是首先维护自己的利益，再谈其他。

两次世界大战，美国向盟国贷款，使得盟国具备购买能力。布雷顿森林体系时代，原本应该继续这样做以支持世界经济复苏，美国人最初却打起了歪主意，在马歇尔计划之前，美国曾向英国提供一笔37.5亿美元的援助贷款。理由是拓展英美贸易，支持岌岌可危的英国财政，但是，援助并非无偿的，作为获得这笔贷款的代价，英国承诺废除对美外汇管制，允许英镑和美元之间直接兑换。

协议的结果却非常明朗，在恢复自由兑换之后一个月，英国有价值3000万美元的黄金流出，直接伤及英国经济的根本。无奈之下，英国无法再看美国脸色行事，只能硬性单方面毁约。

我曾看过一些关于汇率均衡问题的文献，从经典的购买力平价、利率平价，到现在一些计量模型计算的汇率模型，各种算法甚是复杂。可

能因为我无法理解这些模型的深奥之处，所以始终以为汇率模型归根结底只是一个参考，如果金融工程可以预测汇率变动，外汇市场早就不复存在了。

市场可以预测吗？

市场最重要的是当下，汇率最重要的是利益。汇率政策归根结底就一句话，一国的金融主权，必须牢牢掌握在自己手中，汇率政策一定是一国根据当时情况、本着国家利益做出的最优的决策，不需要遵循任何所谓的“经济学规律”。但凡拿“经济学规律”去指责别人汇率政策的，一定只是找了一个冠冕堂皇的借口。

德国历史学派代表人物李斯特坚持认为，所谓“经济学规律”都是强者扔给弱者的枷锁，一国经济政策必须独立自主，根据自身状况来拟定。

最明显的例证，在布雷顿森林体系形成之初，只有美国、墨西哥、危地马拉等美洲国家实行外汇放开，号称市场经济最发达的西欧始终实行严格的外汇管制，货币不可自由兑换。外汇与资本管制是根据国情做出的决策，而不能机械地照搬某些“理论”或者屈从外部压力。

很快，西欧解决美元荒的机会终于来了，硬币翻到了另一面，那就是美元灾。“灾”者，灾难也。

随着冷战正式拉开序幕，美国开始以此为借口在全球驻军，美元支出迅速增加，1952—1958年美国在西欧军费开支高达89亿美元。1958年10月，英、法、德等10个西欧国家宣布货币自由兑换，此时，美国黄金储备下降到全球35%，西欧10国则上升到30%。

直到这时，布雷顿森林体系才真正具备可行性，一份美国对外文件显示，当时的人们这样评价黄金储备下降：大量美元的不断流出，有利于世界范围内多边贸易的国际环境……成功地重建和维护一种多边贸易与支付体系，在很大程度上依赖于世界其他地区通过美国进口和对外投资得到大量美元。

原本以为皆大欢喜的一个结局，接下来的事情却又令人大跌眼镜。

美元处于世界货币顶端，究其根本还是因为超强的经济实力与黄金

储备。现在，美国因为军事扩张在全世界使劲花钱，一旦超出黄金储备和经济实力承载额度，就会成为无源之水。伴随军费增长的是美国财政赤字与黄金储备流失。此时，全世界不再有美元缺乏之虞，各国都不希望再以美元结算，从而转用黄金，偏偏美国不会允许大量黄金离境，也就是所谓“美元灾”，即美元泛滥成灾。

这一结果并非美国刻意为之，从“美元荒”到“美元灾”也不是偶然，而是特里芬难题之下的命定，一个硬币的两面罢了。

1960年下半年，西欧国家开始竞相抛售美元，美元与黄金比价一度下跌到每盎司40美元。第一轮抛售未让美元伤筋动骨，20世纪60年代初期，美国还保持着经常项目巨大盈余，每年约20亿美元左右，财政收支不平衡也没有出现不可逆转的迹象，凭借美元昔日积累下来的信誉还能够支撑一段时日。

1960年后，随着美国在越南战争中越陷越深，支出呈现不可逆趋势。西方世界试图一起维护美元与黄金之间的比价，从1967年年底到1968年巴黎谈判之前，西方世界共计损失了35亿美元，其中美国一家就损失了20亿美元。

西方世界付出的天价也无法稳住美元与黄金之间的汇兑比例，这根本就是一个无法完成的任务。眼看布雷顿森林体系就要崩溃，向来以自由经济标榜的西方世界拿出了一个绝招。1968年巴黎谈判之前，西方国家聚集在华盛顿商讨维持布雷顿森林体系的对策。一筹莫展之际，时任意大利央行行长卡里灵光一现：既然无法维持官定汇率，何不模仿计划经济体制？

没错，就是计划经济里的价格双轨制，同样的黄金，不同的价格。

从此，西方国家外汇市场分为两个市场——官价市场和自由市场。官价市场只接待各国央行，各国央行把出售的黄金涂上一种绿色标志，从此黄金又多了一个人工制造品种——“绿条黄金”。绿条黄金跟普通黄金唯一的区别就是价格，绿条黄金的价格遵从按国际货币基金组织的定价，至于普通黄金，则由商业银行、企业财团参与的自由市场确定。由于官定市场美元黄金比价远比自由市场低，因此绿条黄金不得参与自由市场交易。

如此一来，皆大欢喜，既维持了布雷顿森林体系黄金美元官价，各

国央行也不至于费尽心力去调整市场汇价！

计划经济、价格双轨制……西方货币体系还真是自由市场，自由模仿别人的经济管理模式，什么政策有用就用什么！

在这次会议上，国际货币基金组织创立了特别提款权（special drawing right，SDR）方案，当时SDR对标美元，单位SDR黄金含量与单位美元等值，但不能兑换黄金，成员国可以以此向基金组织贷款或用于双边清算。也就是说，此时的特别提款权并不是为了解决特里芬难题，而是为了应对美元挤兑危机而创立的，是防止挤兑美元的保证。

发达国家在国际货币制度中使用双轨制，标志着布雷顿森林体系中美元与黄金挂钩的失败。布雷顿森林体系美元汇率是核心中的核心，皮之不存毛将焉附？

1971年，美国终于结束了建国以来始终保持外汇盈余的纪录，黄金储备也只剩下102.1亿美元，约为国家短期负债（678亿美元）的15%。从债务警戒线来看，说美国货币体系岌岌可危并不是危言耸听。

不能说西欧没有为美元尽力，马克是西欧最强势的货币，联邦德国为了维持美元汇率，于1971年4月连续抛售本币，在市场上连续购买了30亿美元。结果，5月5日，开盘后一小时，西柏林外汇市场就出现了10亿美元的天价卖单，官方外汇市场被迫关闭。跟着，奥地利、比利时、荷兰、瑞士纷纷被迫停止官方外汇市场交易。

世界变得纷乱……

永别了，黄金

特里芬难题之下，要么维持美元入超，全世界没有伙伴，要么滥发美元，全世界通货膨胀。无论硬币翻转到哪一面，都不是一个好主意，全世界都束手无策。

1971年8月，美国抛出“新经济政策”，中止履行用美元兑换黄金的义务，并提出联邦德国单独维护外汇市场没有意义，只能助长投机；为维护布雷顿森林体系，西欧国家货币应该集体升值！同时，新经济政策还指明：美国将对进口产品征收10%的附加税，以维持美国入超。

这是一场惊天变局，1971年12月，西方10国代表在美国华盛顿史密森学会大厦紧急磋商，达成“史密森学会协议”：西欧国家货币集体升值，但美国废除10%的关税附加。史密森学会协议实际上废除了布雷顿森林体系，世界进入了浮动汇率时代。此时每一个人都知道，布雷顿森林体系崩溃只是时间问题，西方世界一致同意，应迅速进行讨论以考虑国际货币体系的长远改革。

1973年2月12日，美元第二次大幅贬值10个百分点，西欧国家、日本开始对美元实施浮动汇率，布雷顿森林体系彻底崩溃。

在任何一个地方、一个国家、一个市场，最可怕的就是没有规则，没有规则便没有底线，伤害就会没有极限。布雷顿森林体系崩溃之后，各国货币竞相贬值，全球性国际收支失衡日益严重，这样下去，再搞出一场大危机来也未尝不可能。

1976年1月，国际货币基金组织在牙买加召开了会议，世界各国协商签订一份新的条约——《国际货币基金协定》第二次修正案，史称“牙买加协定”。说到牙买加体系的内容，一般总结为三项：

第一，货币基金组织成员国可以自由选择汇率浮动模式，浮动汇率登上历史舞台；

第二，废除黄金与货币之间的数量联系；

第三，增加会员国家在货币基金组织的份额。

千言万语其实就一条：承认现实，推动黄金的非货币化，允许浮动汇率制和固定汇率制同时存在。

黄金锚定非常明确，在农耕社会单位，黄金包含的价值是对王室或者封建权力最好的制约。千百年来，黄金一直是人类公认的货币，从牙买加体系开始，包括美元在内，全世界所有的货币都不再具备含金量。

摒弃黄金，并非从牙买加体系开始。

17世纪，约翰·罗就曾有此提议，他始终认为人类社会应该摒弃黄金，创造信用货币，虽然约翰·罗没有成功，经济学家却从未停止讨论这个话题。时至今日，仍有很多政要、学者呼吁恢复金本位制度，黄金体积小、易分割、价值高，最重要的是能确立明确的发行规则。

为什么黄金就不能再次成为货币？人类生产力曾极为低下，锚定一种贵金属作为货币本位无可厚非。随着机械化的发展和电气化革命的发生，人类生产力获得了极大提高，世界已经变化，当年能产多少粮食？现在能产多少粮食？如果再以黄金作为货币锚定，结果就是黄金单位价值呈指数级提高。按照原始货币数量论，只要把黄金拆分为更小的交易单位，就能满足交易需要。

这种设想听起来是没有问题的，我们说过这只是理想化的状态，不可能成为现实。黄金重量单位向下拆分将伴随严重的通货紧缩，越是如此，人们越要留住手中黄金。到时候，全球经济就会像一个失血过量的病人，眼睁睁看着自己走向衰亡。道理很简单，在一场旷日持久的通货紧缩中，每个人的预期都会改变，按照劣币驱逐良币的道理，流通中的黄金会越来越少，进入继续拆分、货币流通量继续减少的怪圈……最终的结果必然是全球经济大萧条。

牙买加体系突破了布雷顿森林体系下以美元和黄金为基础的金汇兑本位制，浮动汇率体系的开放性给全球经济体注入了新鲜血液。这是一种混合汇率体系，有浮动汇率也有固定汇率，具体用哪种方法全凭自愿，要想改变汇率制度安排，只需要“修改日之后30天内把打算采用的外汇安排通知基金（国际货币基金组织）”。

牙买加体系远非一种完美的国际货币制度，只是一种极为复杂的汇

率制度安排，至今我们依然生活在牙买加体系之中。

牙买加体系，说好听点儿是国际货币多元化，说难听点儿，“多元”汇率从来不根据市场供求自定，完全是“心随我动”。

牙买加体系强调市场可以自己达到均衡，现实是市场任何一个时刻都在波动。国际金融市场大鳄索罗斯甚至认为，市场永远无法依靠自身力量出清，非出清状态将会进一步影响市场，使得市场进一步偏离均衡点位，最终只有危机才能对市场纠偏；危机来得越迟，灾难就越沉重，所以，索罗斯视自己为“红客”。

大家知道，金融市场是最情绪化的市场，外汇市场则是金融市场之最。在这个市场中没有绝对的强者，没有人能操控这个市场，这给国际炒家留下了操作空间。于是世界上有了墨西哥金融危机、英镑崩溃、东南亚金融危机……

1970—2000年，全球共发生了100多次金融危机，其危险性可见一斑。尽管如此，我们仍然要说，牙买加体系较之布雷顿森林体系是一个重大的进步。最根本的一条，是牙买加体系摆脱了全球通货对美元的依附，美元也摆脱了世界货币的义务。美国摆脱特里芬难题，世界各国各生欢喜。牙买加体系切断了全球金融危机的货币传染链，是一种多赢的结果。牙买加体系下，各国不仅获得了自由选择汇率机制的权力，更重要的是可以根据国内情况选择货币政策和金融政策。

与布雷顿森林体系一样，牙买加体系也有自己的先天弱点，从此，三元悖论出现了：开放经济条件下，一个国家只能在货币政策独立、汇率固定和资本项下自由流动中选择两者。三者不可兼得的时候，最为重要的是货币政策独立，不用说新兴市场国家，即使是发达国家也需要先办好自己的事，才能放开国际资本流动。

与股市、期市相比，汇率波动的原因最为复杂，对国民经济的影响也更为巨大。

时间不灭，市场不死；

运动不息，市场永恒。

物价与失业齐飞

“二战”之后，美国政府奉行凯恩斯主义，约翰·肯尼迪、林登·约翰逊两任总统始终坚持财政扩张，财政赤字从罗斯福的“姑且刺激一下”到变为常态。在凯恩斯主义药方的强力刺激之下，10多年间，美国经济扶摇直上。

兴奋剂是体坛历来反对的玩意儿，任何一个透支体力的体育选手都不可能取得好成绩。当时美国的经济就是这样。好景不长，美国的新问题产生了。

从1969年11月开始，美国工业生产连续13个月出现下跌，降幅高达6.8%，失业率则飙升至6%。1971—1978年，美国经济增长率为3.4%，1978年第四季度下降到0.5%；同一时期，1972—1974年失业率在3%~6%之间徘徊，1974—1975年失业率一度曾高达9%，1978年年初则为6.4%。

人们原本以为通货膨胀率与就业率成反比，这一关系被称为菲利普斯曲线。现在，菲利普斯曲线失效了，物价上升，另一方面失业率又在高涨。现在，这种现象被称为“滞胀”。此时，理查德·米尔豪斯·尼克松（1913—1994年）成为美国第37任总统，滞胀是这位总统将要面对的首要问题。

尼克松在任期间，美国与新中国建交，很多人都知道那次跨越太平洋的握手，很多人不知道这位总统看起来还是一位计划经济的信仰者。1971年，尼克松提出“新经济政策”，其目的除了废除金本位，更重要的一条是对物价和工资进行管制。也就是说，尼克松以行政命令规定物价和工资不得上涨，以应对“滞胀”。

美国人对即将到来的长期滞胀没有充足准备，大部分人以为这是一种临时现象；既然是临时现象，那么总统的管制命令当然可以理解。

尼克松的“物价管制”在美国根本没有任何阻力，得到了广泛支持，道琼斯指数在政策宣布第二天暴涨，社会调查同样显示民众对物价管制

采取支持态度，因为政府行政命令使得他们免受涨价之苦。所以，经济政策原本就没什么东西之分，计划和市场的界限也不那么清晰。无论在哪里，想出法子来就行！

尼克松拟定了“美式计划经济”方案，具体执行者则是以市场化著称的美联储。时任美联储主席伯恩斯为此拟定了一个宏大的计划：在三个月内实施工资管制，此后成立物价委员会和薪资委员会，并邀请工会代表参加，拟定物价和工资增长目标，物价年增长率为2.5%，工资年增幅则为5.5%以内。

美国人信心满满，开始物价管制，举国支持的经济政策还能有什么问题？

规律之所以为规律，就是因为不能违反，能违反的不是规律，是规定，因为规定有可能是有待改进的。无论东方西方，违反规律的结果一定是灾难性的：美国人的信心还没过夜，市场上琳琅满目的商品就不见了，甚至连农产品都开始匮乏，美国人第一次遭遇了“短缺经济”，失业率照样居高不下。

1972年2月，失业率仍旧高达5.7%，美联储不得不重新考虑调整货币政策，甚至放弃总统冻结物价和工资的命令。尽管尼克松赢得了1972年大选，新经济政策却难以为继。美联储和伯恩斯成为美国人指责的对象，媒体和公众认为伯恩斯执行了错误的货币政策，而且是明知故犯，目标是换取美联储管制物价的权力。

争辩未止油价涨，惹事不仅美联储！

1973年10月，第四次中东战争爆发，石油输出国宣布收回石油标价权，并将石油价格从每桶3.01美元提高到每桶10.65美元，同时限制石油产量。几乎在一夜之间，西方国家陷入了油荒，油价从每桶3美元蹿到了每桶35美元。

美国经济本来就处于风雨飘摇之中，1974年，随着尼克松的卸任，工资物价管制条例被废黜，物价从此扶摇直上，全年上涨12%，创下历史最高纪录，更可怕的是失业率高达8.5%～9%。此前虽然也有争议，但人们一直认为美国自然失业率在4%～6%。

物价与失业齐飞，衰退共萧条一色，物价上升、失业率高企，都是

典型的滞胀特征，从此，美国经济进入了新一轮衰退。

今人看来，美联储所作所为再次让人大跌眼镜，伯恩斯拒不收缩货币政策，他在一次国会发言中提出：使用严厉的货币政策来抵消异常严重的通货膨胀的努力，在最初几年会引起严重的金融和经济混乱。这不是一种明智的货币政策。

看起来伯恩斯已经意识到了1972—1973年货币政策的失误，但是，收缩货币扩张将导致经济衰退，伯恩斯不肯冒险。相反，伯恩斯把1973—1974年的高通胀归咎于石油涨价，认为是输入型通胀。

伯恩斯的观点和美联储所作所为引起了轩然大波，以弗里德曼为首的货币学派从石油对外依存度的角度分析了通胀，结论是石油价格暴涨只是短期效应，在长期对通胀不构成显著性影响。究其根本，通胀是联邦政府财政政策和货币政策形成的，直接原因则是这些政策导致了工资刚性上升，进而传导到物价。

理论归理论，现实归现实。无论说得多么天花乱坠，实践都是检验真理的唯一标准，经济学理论不能停留在象牙塔里，必须付诸实践。

通胀与失业齐飞，也就是我们提到的滞涨。尼克松之后的历任总统不是没想法子，卡特总统增加财政赤字、增加教育医疗福利，掏空了凯恩斯主义工具箱，后来感觉凯恩斯主义不靠谱，又反过来投靠货币主义，控制货币发行增量，最后连工资物价限价这种计划经济的招数都用了。结果如何呢？

1978年，美国通胀率超过两位数成为美国的常态，而失业率依然为7%～8%，滞胀问题不但没有得到解决，反而更加严重。

能想的法子都想了，物价照旧上涨，失业照旧发生，所有经济政策都对滞涨毫无办法。

大家可能还记得，电气化革命之初，美国形成了一批富可敌国的托拉斯。终结了托拉斯对市场的垄断，才激发了市场活力。如今，一个甲子荏苒而过，早在20世纪40年代中期，电气化产品就已经在西方普及，比如冰箱、空调、洗衣机、电视、汽车等等。第二次世界大战毁灭了整个西欧的存量财富，也挤占了美国原本应该属于民用的生产资源，这才重新开辟出一片足够大的市场，使电气化产能得以延续。

廿载已过，电气化最后的市场空间已经被压缩殆尽。很简单，电气化产品已经普及西方世界的每一个角落，产品更新换代带来的市场都是大企业所为。一个成熟的市场，新人很难分割现有利益格局。

不是不想分割，而是市场利润早就不足以支撑新的大亨。人家苦心经营多年，您想再分一杯羹？难！

既然市场萎缩，既然市场已经具备垄断性质，那么，焉能不失业，焉能不物价上涨？究竟该如何应对滞胀？

一剂良方，唯有创新。

很不幸，创新——尤其是开天辟地的毁灭型创新——不是随时随地发生的，也不以人的意志为转移。人类站在时空隧道只能向后看，人类在很大程度上对未来失明，走出洪荒的人无法想象工业革命后的场景，电气化时代的人也无法想象今天的信息产业。必须有一系列制度与非制度因素长时间相互配合才能产生开天辟地的毁灭型创新。创新越来越依靠科技，一次大创新之后，大创新会越来越难。

所幸，人类做到了。

今天，我们回顾这段滞胀的历史，会发现那确实是一段痛苦的时期，制造业、交通运输、仓储、建筑业、零售业……那些支撑起人类繁荣的行业突然一夜间都不再赢利，成了夕阳产业。但是，汹涌的暗流之下已经有一批巨无霸在成长，无线电、电子、信息、宇航、生化……微软、苹果、英特尔、IBM（国际商业机器公司）……这些人们今天耳熟能详的巨无霸此时还是默默无闻的小微企业。

只有在既定市场内分不到一杯羹的小微企业才有创新的原动力，因为它们是小微企业，失败的成本并不高。只有小微企业才有“敢叫日月换新天”的魄力，你看过哪个大企业把自己的主业弄没了？商业银行高喊移动支付，你见哪家银行能把移动支付做到支付宝或者财付通的程度？商业银行甚至开始自建电商，那些电商平台知名度如何？

此时的信息产业还是小微企业，还在等待它们的金融王子！

不仅工业革命要等待金融革命，任何一次巨大的产业创新，都意味着金融行业开天辟地般的革命必须有合适的金融模式与新产业相互配

合。

从默默无闻到发展壮大，这些小微企业引领我们进入了一个高速的信息时代：20世纪70年代初，美国高技术工业投资在美国设备投资中仅占10%，70年代末期，这个数字上升到25%；滞胀结束前，计算机、通信、宇航、生物制药、控制仪器、半导体已经形成相当的产能规模，与汽车、钢铁、造船和纺织业产值相当。

人类要想敲开信息时代大门，还缺一把合适的金融钥匙。

第12章 西方世界终将衰落

这里是硅谷

美国加利福尼亚州圣克拉拉谷，也称硅谷。这个神圣IT（互联网技术）中心坐落于加利福尼亚州101号公路，距离旧金山约50千米，面积大约为50平方千米。大约一个县那么大的地方，却挤着8000多家高科技企业，英特尔、思科、升阳、网景、3COM……全球排名前100的高科技公司中，起码有20%在这儿落脚。这样的公司随便拉出一个，市值都能赶上法国、德国或者其他任何一个西欧强国上市公司市值总和。

你或许不知道，硅谷不是信息时代才出现的，早在20世纪50年代，硅谷就已经名震美国，是每个美国电子工程师心中的圣地。那时候硅谷还不是硅谷，只是圣克拉拉谷。

时光荏苒，圣克拉拉谷半导体时代的辉煌早已烟消云散，给我们留下了一种全新的金融模式——风险投资，圣克拉拉谷就变成了硅谷。

硅谷的故事，让我们从肖克利说起。众所周知，肖克利是“晶体管之父”、1956年的诺贝尔物理学奖获得者。

1955年，肖克利来到圣克拉拉谷，试图创立一家自己的企业。其实肖克利只是科学家，不是企业家，无论企业家想成为科学家，还是科学家想成为企业家，很少有人能不抓瞎。

名动江湖的人物总能吸引眼球，他无论做什么、无论对错都有人关注，振臂一呼，应者云集。肖克利办企业就好比马云拍电影，无数人前来捧场，工作室刚刚创立的时候，肖克利雇了8位年轻的工程师，便是后来互联网江湖的“八剑客”，分别是罗伯特·诺伊斯、戈登·摩尔、布兰克、克莱尔、赫尔尼、拉斯特、罗伯茨和格里尼克。

刚来圣克拉拉谷的时候，“八剑客”都在30岁以下，毕业于常春藤名校，有自己独特的专业路线。他们归于肖克利麾下，原本想做一番惊天

动地的事业。

不久之后，历史记住了这8个人的名字，很遗憾，这跟肖克利关系不大。肖克利是伟大的科学家，却不是一个成功的商人，不懂得经营，还特别固执。八剑客雄心勃勃地来到硅谷，固执的肖克利却不允许八剑客继续自己的专业路线，而八剑客对肖克利那些玩意儿又不感兴趣。一年很快就过去了，无论是肖克利还是八剑客都毫无建树。

八剑客能跑到硅谷投奔肖克利，自然个个不是省油的灯，在他们眼中，只有理想，没有权威。有人不让他们实现人生理想，就算权威也不好使，于是，不愿意继续浪费青春的八剑客开始商量叛逃，终于在某天把辞职报告递到肖克利面前，愤怒的肖克利把八剑客称为“八叛客”。后来，八叛客开创了硅谷，肖克利就将他们改名为“有才华的八叛客”。

可怜的肖克利，原本是硅谷的缔造者，手下精兵强将一个个当了“叛徒”，肖克利只得打道回府，去斯坦福大学任教，“硅谷第一公民”成了“硅谷第一弃儿”。

年轻人就是年轻人，八叛客在硅谷这一年没白待，除了在肖克利的工作室混日子，还经人介绍认识了一个开照相器材店的老板——谢尔曼·费尔柴尔德[1]，他开了一家名为“仙童摄影器材商行”的摄影器材店。

创业总是要资金的，几十次碰壁之后，八叛客终于找到了非专业人士费尔柴尔德。由于家族的原因费尔柴尔德对无线电技术很感兴趣，果不其然，费尔柴尔德很欣赏八叛客，便提供了3600美元供八叛客开发半导体器件，约定好的条件是取得专利后费尔柴尔德将拥有两年特许使用权。八叛客创立的公司就叫仙童半导体公司，如今仙童早就随风而散，但是，没听说过仙童半导体的人，一定也不懂硅谷。

超出了所有人的预期，半年后仙童半导体公司开始赢利。又过了一年，八叛客把晶体管制造材料从锗变成了硅，仙童半导体公司成为印钞机。费尔柴尔德获得了丰厚的回报，一年内公司销售额高达50万美元，10年内，年销售额已经达到2亿美元，当时，2亿美元绝对是一个令人震撼的财富量级。有件事必须提，有段时间八叛客之一的摩尔闲来无事，就发表了一篇文章，文章内容就是现在人们熟知的“摩尔定律”：所有集成电路技术的生命只有18～24个月。这一点对后来金融业态发展至关重要。

费尔柴尔德短短几年就收获了数亿美元的回报。这个消息震惊了金融圈，无论商业银行还是投资银行，无论炒作金融泡沫还是房地产，都不可能有这样的回报率，毕竟这个世界上最赚钱的东西就是原创。

金融从来不放过任何能赚大钱的东西，在这一点上，它很像鲨鱼。财富就像血腥，一旦被闻到，金融就立即冲来寻找猎物。来自泡沫、房地产的钱是钱，来自技术原创的钱也是钱，费尔柴尔德这样的非专业人士都可以做到，金融专业人士自然不甘寂寞。

信息产业出现之前，一种技术从理论到实践至少需要10年以上的转换时间。对金融来说，10年时间实在是太长了，所以，金融基本不可能投资原创性技术。信息产业完全不一样，根据摩尔定律，每18～24个月技术就会更新一轮。金融只需等待18～24个月，如果选对了方向，立刻就能得到丰厚的回报，比如，仙童半导体公司的天使投资人费尔柴尔德只用了3600美元就换来了上亿的回报。

只要能赚钱，没什么能拦住金融，况且创新者也迫切需要钱。

1961年，一位华尔街的投资银行人士阿瑟·洛克来到了旧金山。洛克原本是电子行业的研究员，八叛客曾给洛克写信“求金主”，正是洛克把费尔柴尔德介绍给八叛客。

阿瑟·洛克早年从军，参加过“二战”，后毕业于哈佛大学商学院，旋即进入投资银行。现实总是残酷的，投资银行是一个成熟的行业，阿瑟·洛克没有机会崭露头角，于是，他把眼光投向了硅谷。如果能筹集一笔资金，像费尔柴尔德一样投向原创技术，岂不是可以坐收新技术渔翁之利？

很幸运，八叛客的“叛徒”精神给了阿瑟·洛克和他们自己机会。连肖克利这样的诺贝尔奖得主都能炒掉，八叛客显然是天生的叛徒。确实，如同爱迪生手下的特斯拉，天才级的人物怎么可能屈居人下，哪怕对方也是一个天才。

八叛客既然能背叛肖克利，就不会在乎继续“背叛”费尔柴尔德。似乎八叛客就是为了创新而生，对他们来说，技术发展已经是一种信仰，而不是谋生的手段。

我们说过，费尔柴尔德的本行是摄影器材，他并不真正理解信息产

业，更不了解信息产业技术。与八叛客类似，费尔柴尔德也是一个很有理想的人，摄影器材就是他的理想。在理想驱使下，费尔柴尔德在信息产业获得了丰厚的利润，却把利润转移到本业——摄影器材中去，尽管摄影器材无法让他赚这么多钱。

八叛客本来就有叛变基因，眼睁睁看着自己的技术路线因为缺钱无法实现，赚到钱的人去搞了航空摄影。

这是无法忍受的！

接下来的10年，八叛客或独自或结伴（结伴之后再分裂）跟费尔柴尔德说了再见，他们分别创立了自己的公司，其中就包括今天名震江湖的英特尔、美国国家半导体公司、高级微型仪器公司。

在这样的情况下，洛克遇到了“八叛客”中的诺伊斯、摩尔，后者刚刚创立英特尔，洛克为英特尔提供了天使投资。

金融与科技，为英特尔以及一批小微企业（初创时期，英特尔也好，后面提到的苹果也罢，连小微企业都算不上）插上了腾飞的双翼，它们迅速成为IT产业巨擘。1971年11月，英特尔发明了世界上第一个微处理器——一个指甲盖大小的东西，上面装有2250个微型化的晶体管。从此，个人计算机在商业上成为可能，人类真正拿到了信息时代大门的钥匙。

当然，洛克也在他的投资中得到了前所未有的回报，英特尔投资的回报率是20倍左右，实现了玄幻金融泡沫中的收益率。这份收益也改变了金融业，风险投资替代了投资银行，成为金融之王。

金融改变了产业，改变了世界，也改变了我们的生活。从本质上说，今天的移动互联网只是信息技术升级换代，还谈不上毁灭型创新，直至今天，人类都生活在硅谷与风险投资的童话之中。

1971年1月，一位记者这样描述圣克拉拉谷：“圣克拉拉谷应该叫“硅谷”，因为这个地方聚集着全世界最富有创造力的年轻人，他们用硅材料改变了世界！”“硅谷”的名字从此而来。

八叛客创立了仙童半导体，八叛客“背叛”了仙童半导体。创始人尚且“叛变”另谋出路，就不要怪手下人不厚道了。什么样的元帅带什么样

的士兵，如此，“叛徒”基因在硅谷源远流长就不足为怪了。

确切地说，后期的仙童半导体公司已经成为硅谷人才培训基地，一旦工程师有了自己的想法，要做的就是辞别母体、寻找风投、另立门户。据《硅谷热》记载，1969年，硅谷举行过一次半导体工程师大会，400位与会代表只有24人未在仙童半导体工作过，可见仙童半导体为硅谷输送了多少人才！

苹果公司创始人乔布斯曾经这样形容仙童半导体公司：仙童半导体公司就像成熟的蒲公英，你一吹它，这种创业精神的种子就随风四处飘扬了。

硅谷是仙童半导体的硅谷，很遗憾，仙童半导体却不再是硅谷的仙童。

人才流失对仙童半导体的打击是毁灭性的。1965年，硅谷的鼻祖仙童半导体公司的销售额下滑到1.2亿美元，此后再未重现辉煌，在20世纪70年代末在江湖上销声匿迹，最终将总部迁出了硅谷。

然而，仙童半导体就是硅谷的代名词，这个名字将永远被人铭记，硅谷不灭，仙童不死。

前文既然提到了乔布斯，那就顺便说一下洛克投资生涯中的另一个神来之笔——苹果公司。

1976年的愚人节，乔布斯和他的好朋友史蒂夫·沃兹尼亚克一起创立了苹果公司。当时乔布斯尚未名动江湖，不仅乔布斯，硅谷计算机产业还停留在一群计算机发烧友的车间、地库中。

个人计算机的最初发展与科研院所、世界500强无关，当代个人计算机的基础框架大部分是发烧友在客厅、卧室和车库中做出来的，人们在《大众电子学》杂志和个人电脑俱乐部里交流经验，大家公开自己的“杰作”，又吸取别人的养分。但凡有所成就，这些发烧友都会选择一个圣地创业，那个圣地就是硅谷，乔布斯无疑是其中最有才华的人之一。

洛克是苹果公司的天使投资人之一，后来，洛克对乔布斯留下很深

刻的印象——不怎么样的印象。乔布斯刚结束了印度修行就去见洛克，一身邋遢的表现让洛克非常讨厌，这种感觉几乎让洛克退出苹果，因为风险投资人看重的第一因素不是技术，而是人。

乔布斯终究是乔布斯，苹果终究成了苹果。

20世纪70年代初期，个人计算机还仅仅是个概念，颇类似于今天的量子通信。这种情况下，乔布斯把一个概念搞得风生水起，于1977年4月推出Apple-II[2]，被公认为人类历史上第一台个人计算机。个人计算机第一次拥有声道、显示器，更重要的，Apple-II是个人计算机操作系统的创始，迄今为止，个人计算机操作系统底层框架就是这个时候搭建起来的。可以告诉大家，推出Apple-II的时候苹果公司尚未实现量产，Apple-II只是乔布斯等人的即兴之作。直到Apple-II在首届西海岸电脑博览会上惊艳亮相，乔布斯获得了苹果第一个大单，洛克才重新审视乔布斯，最终决定对苹果追加投资，亲任苹果董事。

乔布斯和苹果没有让洛克失望，为洛克创造了巨大的投资收益，也创造了风险投资的金融奇迹。很遗憾，1985年苹果公司将乔布斯踢出管理层，此后走了很长时间的弯路。在这段时间里，苹果操作系统被微软模仿并超越，苹果在个人计算机领域基本上永远失去领先地位，原本苹果才是个人计算机的王者。1997年乔布斯重掌苹果，苹果才再次辉煌，2015年乔布斯逝世，苹果公司很可能辉煌不再。

今天，我们的创业者动辄将“高科技”挂在嘴边，意思是自己的技术可以建立行业壁垒。在我的眼中，创业者口中的“高科技”不一定靠谱，创业者的技术一定是可量产、可商业化的项目，但凡商业化技术，技术原理一定是公开的。个人创新一定是工程技术领域，而工程技术领域最大的行业屏障一般不是什么“高科技”，而是一定技术应用之下的创造天赋。

只有人才有创造天赋！所以，人才是风险投资的真谛——投资于人，不投资于技术，技术从来都不是任何行业的屏障，人才是。

建立信任，才可能有后面的融资。风险投资人看重的要么是创业者的创造力，要么是不顾一切的拼搏精神，要么是在某领域的商业天赋，这一切归根结底都有且只有一个因素，那就是人。

20世纪90年代末期至今，近2000家公司向硅谷投入了近200亿原始

风险资本，硅谷之所以被称为硅谷，不仅仅是因为创新能力，不仅仅是因为这里集中了全球最优秀的人才，还因为这里是全球风险投资的圣地。

20世纪80年代，硅谷成为软件园地；20世纪90年代，互联网在硅谷兴起，传遍全球，改变了人类生活；1999年，纳斯达克指数上涨了89%，2000年3月10日，最高位达到5048点，先后有5000多家企业在此上市，成为全球高科技企业的资金血库。

硅谷选择了金融，金融也选择了硅谷，创新如同战争中第一个登上敌人城堡的英雄，金融则是那道奖赏令——先登城者封万户侯！金融并非不畏惧风险，金融更看重风险背后的高利润，尽管失败一百次，但一次成功就能富可敌国！

如有一马当先，必有万马奔腾！

---

[1] 谢尔曼·费尔柴尔德的父亲是IBM的大股东，帮助八叛客找到费尔柴尔德的中间人是后文提到的第一代风险投资家洛克。

[2] Apple-I只有六十几台，全部是乔布斯自己在车库里焊接出来的。

如果你觉得听懂了我的话，那你一定是错了

在当代金融史上，艾伦·格林斯潘是一个无法忽略的人物。1987—2006年，格林斯潘任美联储主席，经历了里根、老布什、克林顿、小布什4任总统，掌管美联储18年5个月20天。

格林斯潘在其任职期间多次成功应对危机，美国经济只有两次小规模的衰退，其中之一还是在1987年格林斯潘刚上任时发生的。美国历史上时间最长的繁荣时期便出现在格林斯潘执掌美联储的18年中，长达117个月。在此之前，经济学理论认为长时间维持低通胀率、低失业率是不可能的，要么通胀率与失业率呈反比例（菲利普斯曲线），要么二者双高（滞胀）。

——格林斯潘曾被弗里德曼誉为“美联储历史上最有建树的主席”，华尔街则推崇他为“美元总统”。

——格林斯潘卸任一年之后，美国就爆发了“次贷危机”，很多人开始指责格林斯潘时代的货币政策，认为格林斯潘才是次贷危机真正的凶手，《纽约时报》将其奉为“泡沫先生”。

势如水火的两种评价，孰是孰非，格林斯潘与他的年代究竟应该怎样解读？回顾往事，让我们一起从一个别致的视角来解读格氏春秋。

1987年，上任仅仅两个月，格林斯潘就遇到了难题。1987年10月19日，纽约证券市场闪崩，道琼斯指数从2247点暴跌至1739点，5000亿美元市值弹指间被蒸发了。道琼斯指数跌幅高达22.6%，比1929年大危机中10月的任何一个交易日跌幅还要大，全世界都在问，莫非1929年的历史又要重演？

10月20日清晨，纽约股市开盘前50分钟，刚刚上任的格林斯潘出现在公众面前。这位刚上任的美联储主席发表了一则声明，简短却掷地有

声："美联储不会放任市场暴跌，将暂时放弃紧缩政策，忠实履行并随时准备发挥"最后贷款人"的职责，倾其所能确保银行体系信誉，救助金融机构与市场。格林斯潘在声明中这样说：作为这个国家的中央银行，联储遵从自己的责任，已经决定准备起到清偿力来源的作用，以支持经济和金融体系。"

随后，美联储通过公开市场业务向金融市场注入了170亿美元。在美联储旗帜鲜明的支持下，市场信心在数日内便得以恢复，股票市场大宗商品量价齐升，投资者恐慌情绪得到了控制。

格林斯潘冷静而果断地化解了一场灾难，属于他的货币时代就此开始了。

格氏春秋中，这位"美元总统"成功应对的危机绝不止1987年一场，还有1994年墨西哥比索危机、1997年亚洲金融危机、2000年股市泡沫、2001年"9·11"恐怖袭击……

我们要说的事情不是格林斯潘如何成功化解了上述危机，而是格林斯潘太成功了，以至成功最终成为一种错误（所以，这种视角很别致）。

任何货币政策都不是完美的，最成功的格林斯潘推行的货币政策也不例外。

1995—2000年，美国主板市场和纳斯达克市场大牛市长达5年，格林斯潘曾经关注过股市泡沫，却未做任何实质性调整。罗伯特·希勒教授曾在《非理性繁荣》一书中对此有过精辟分析，格林斯潘执掌美联储权杖，却放纵资产价格泡沫膨胀。随着对2007年次贷危机的反思的逐步深入，有观点认为格林斯潘推行的货币政策才是"罪魁祸首"。

不可否认，这些货币政策确实是次贷危机的诱因之一，就连格林斯潘自己也曾在《华尔街日报》撰文表示低利率政策刺激了美国住房市场繁荣。在我看来，利率的走向并不重要，格林斯潘之败，最重要的原因不是低利率，而是他执掌美联储成绩斐然，人生成绩过于成功。最大的

败笔来自过于成功，看起来很矛盾。可这句话并不矛盾，可能就是这样。

因为神一般的调控能力，格林斯潘让市场形成了“稳定的预期”：一旦市场出现流动性风险，美联储一定会准时现身，无论怎样的风险，格林斯潘都能搞定。对这种预期甚至有了一个专有称谓——“格林斯潘卖出期权”，碰到市场下跌就可以稳赚不赔，静等格林斯潘出面处置后就可出现市场反弹。

有了格林斯潘，市场没有风险。

市场没有风险，才是最大的风险。

过于成功的格林斯潘给了市场过多安全感，以至整个市场丧失了风险意识。一旦整个市场都没有风险意识，距离出事就不远了。市场这种错误的安全感是格林斯潘为了让市场安全才带来的，不能不说具有讽刺意味。

2000—2006年，美国金融衍生品创新到达了一个前所未有的高度，房地产相关产品被大量嵌套在衍生品工具中。结果，本应该分散风险的金融衍生品不但没有分散风险，反而把风险扩张到整个美国金融体系，甚至全球金融体系，导致了后来的次贷危机、全球金融海啸。

卸任之前，格林斯潘应该意识到危机将近，2004年7月到2006年7月，短短两年时间连续17次加息，却已无力扶大厦之将倾。

请记住，金融市场只有永恒的变动，除此之外一切皆为虚妄。一旦格林斯潘给金融市场带来了确定性，那么市场距离灾难就不远了。

格氏春秋中，格林斯潘不止一次说：如果你觉得听懂了我的话，那你一定是错了。

整个美国都没有理解这位睿智的老人，危机将至，奈何？

金融第三定理：黑洞定理

2008年全球金融海啸让美国联邦政府焦头烂额，直至今日，美国经济仍旧存在巨大的不确定性。有关2008年全球金融海啸的著作汗牛充栋，我们就不再赘述。让我们在一个长焦镜头中追寻问题的答案。金融危机，孰之过？

依靠市场配置资源本来并无错误，只是万事万物都有一个度，超过某个限度，原来对的事情可能就变成了错误。1929年那场席卷世界的大危机，经济学家无法解释为何市场不能自动出清，为何胡佛总统“无为”却不能“大治”。

1929年大危机在实践上否定了萨伊定律，颠覆了百年来西方世界信奉的古典自由主义，凯恩斯主义则顺势拿出了另一只手——“看得见的手”——政府。《就业、利息与货币通论》是凯恩斯扛鼎之作，力主政府积极干预经济运行，罗斯福总统更是凯恩斯的粉丝。这只“看得见的手”不但带领美国走出了大萧条，还使得西方进入了一个新的“黄金时代”。

好景不长，20世纪六七十年代的两次石油危机引发了西方世界长达20年的“滞胀”，通货膨胀与经济增长停滞并存。翻开凯恩斯主义者的百宝囊，西方世界使用了凯恩斯熟悉的财政政策、货币政策，也创造性地发挥出凯恩斯不太熟悉的就业政策、收入政策，甚至祭出了计划经济的招数，用尽了工具，仍旧一筹莫展。1981年，里根总统上台，提出了经济复兴计划，削减预算、降低转移支付、控制货币供应量、降税刺激投资……总之，凯恩斯主义成为千夫所指，正是政府采取了不恰当的政策才导致了“滞胀”。

里根总统在任期间被视为经济学古典主义复活时期。货币学派、伦敦学派、理性预期学派……所谓“主流”经济学有一个共同的特点，那就是消极政府观，认为政府的职责“守夜人”，除此之外不应插手社会经济生活。结果如何？

——以拉丁美洲墨西哥比索危机、智利等国的债务危机为代表，一

轮又一轮金融危机席卷相关国家。1999年，巴西外债利息占出口收入已接近70%，作为获得贷款的代价，巴西以激进的态度开放商品、资本和服务业市场，最终陷入“中等收入陷阱”。

——1997年的东南亚金融危机，国际货币基金组织、世界银行开出的金融复苏药方更是通过资本账户开放等政策控制了这些国家金融命脉。

弱肉强食是竞争的基本法则，漠视政府在经济运行中的作用，收入分配失衡是在所难免的结果，于是“拉美化”成为经济学指代两极分化的代名词。

经济学如果真的是一门科学，那么它应该有所谓“主流”吗？答案显然是否定的，经济学无所谓“主流”与“非主流”，各家立言立说，只是站在不同的角度罢了。

不知您是否注意到，我们提到了胡佛、里根以及国际货币基金组织、世界银行。其实，在西方经济学中，无论新古典主义还是凯恩斯主义，其本质都是为政府提供工具，某流派能否成为主流经济学，并不是因为学术有多厉害，而是在于在多大程度上被政府接受。

凯恩斯说，政府要积极作为；新古典主义者认为，无为才能大治。其实，做什么和什么都不做都是一种建议，两者相伴而生，阴阳相济，无此则必无彼。

新古典主义在美国经济滞胀的历史背景下兴起，其实，是信息技术而不是“新古典主义”将美国带入了“新经济时代”。“新古典主义”跟信息技术有关系吗？肯定有，如果将“新经济时代”全部归功于新古典经济学，那么未免有点儿牵强。“新经济时代”的辉煌一闪即逝，新古典经济学总结出来的理论在美国都未必有效，在全球推而广之的结果就可想而知了。

橘生淮南为橘，生于淮北为枳。

确实，2007年次贷危机发生之前，西方世界再次经历了一段经济增

长的“黄金时期”，美国2006年第一季度经济同比增长高达5.6%，达到了1929年以来的峰值。拥有如此辉煌的经济，究竟是为什么？一个号称最具创造力的国家，一个经济雄霸全球的国家会突然跌下云端，仅仅是因为格林斯潘连续降息吗？

在这里我们介绍一个新的概念，叫作“金融膨胀陷阱”，在此之前明斯基等学者对其要意曾有精辟论述。所谓“金融膨胀”，顾名思义，就是金融业务迅速发展，到了对社会整体福利有害的地步，于是成为“陷阱”。关于这个概念，当有专门的指标进行量化描述，这里仅做定性描述。

一个社会走进“金融膨胀陷阱”，不是说金融业飞速扩张，而是要看全社会出现了多少金融业务。真正踏入“金融膨胀陷阱”，不是某个企业或者行业债主盈门，一定是企业、居民部门整体深陷债务危机，当期产生的现金流不足以抵偿利息。一旦大部分企业、家庭使出浑身解数才能维持现金流，整个社会就到了“金融膨胀陷阱”的边缘。说到底，在经济领域，个体或家庭是最基本的经济元素，断然没有元素健康整个肌体却陷入危机的道理，反之则反是。

所以，“金融膨胀陷阱”的高级阶段是每一个普通人深陷“债务陷阱”，个人财富创造能力抵不上负债。一旦大部分家庭到了使尽浑身解数才能维持现金流的地步，整个社会就陷入了“金融膨胀陷阱”，那才是真正可怕的事情。

众所周知，美国经济发展强劲，在很大程度上依赖于内需，内需又依靠信贷消费。1999年，美国家庭负债与可支配收入比为87.22%，2000年这一数据为107.89%，到2006年，消费占美国GDP的比重高达73%——依靠负债促进消费，家庭债务率超出了可以承受的正常范围。在这个过程中，新古典主义思潮席卷了金融监管领域，以1999年《金融现代化服务法案》为开端，CDS（信用违约互换）等金融衍生品层出不穷，美国金融资产规模如脱缰的野马一样螺旋式上升。据国际清算银行估计，2007年次贷危机爆发前，美国境内的金融资产（含金融衍生品）市值大约为400万亿美元，约为2006年GDP的36倍。

很难评价美国1999年后的金融产业发展，按照“金融膨胀陷阱”的逻辑，各个行业在国民经济中有一个最优占比，这个比例应该是动态的。公共管理部门有两种调节方式——看得见的手、看不见的手，对于新古

典主义者来说，自然是选择依靠市场。

这本无可厚非，市场本来就在资源配置中发挥着关键作用，但是，金融与非金融行业在自我扩张中有一个至关重要的区别，也就是我们所说的金融第三定理，金融比其他行业更具备赢利能力，我们将其称为“黑洞定理”：

金融业是一个经营货币的行业，具备内生扩张能力，特殊情况下，仅靠资金在本体系内运作就能做大资产总额、提高盈利，非金融机构无论如何都做不到这一点。也就是说，仅靠市场调节，金融行业有可能不存在扩张的边界。

如果非金融行业迅速扩张，必然具备超额利润率，如此，资本便会迅速进入，将之拉到平均利润，该行业随即停止扩张。金融业则不同，不但自身可以创造货币，还可以无限制创造盈利，人有多大胆，地有多大产！

也就是说，特殊情况下，金融业是经济体系内的资金黑洞，可以无限制吸入资金，资金进入只遵循“韩信用兵，多多益善”的古训，创造自我循环，并在循环中维持超额利润。如此，金融行业可以维持对资金的吸引力，最终资金进入恶性循环。郁金香泡沫、南海泡沫、密西西比泡沫、1929年大危机、2008年全球金融海啸，都符合这样的逻辑。

按照正常的思维，政府应该对金融行业进行规制，遗憾的是，2006年整个美国都沉浸在新古典主义的胜利中。弗里德曼鼓励居民借贷消费，原本适度借贷是可以的，但是，不要忘了人类的经济理性，如果风险锁定（破产）、收益无限，那是一定要放手一搏的。

失去恐惧，人类怎能逃出与生俱来的贪婪？

从经济学逻辑上来说，正是所谓新古典主义理论催生了美国政府、居民、企业乃至整个国家的过度负债，次级贷款便是最典型的证据。美国的储蓄率本来就偏低，2007年这一指标居然降到1.7%，一场大危机所有的要件都具备了。

从2007年次贷危机到2008年全球金融海啸，西方世界断无幸存之理。

明斯基对吗：黑洞定理的进一步解释

自从有了金融，危机便如影随形。无他，贪婪与恐惧齐飞，危机就是人类的贪、嗔、痴、疑、慢，从金融角度演绎人性而已。

危机本就合天道，

天道如何误世人？

人若自知天理合，

何须着意问天道？

或许是金融危机的结果过于刺目，人类从来都执着于梳理背后的经济学逻辑。在传统金融学对金融危机的解释中，大家无一例外地把重点放在了宏观变量，无意间把金融本身忽略掉了。

一个没有金融业的经济模型却要去解释金融危机，这不是太滑稽了吗？

金融危机理论在2000年后很快进入了低谷，因为美国进入了鼎盛的“新经济”时代，熨平了经济的波峰与波谷，低通胀、高增长、一路攀升的资产价格，危机似乎不存在了。在没有危机的日子里研究危机，岂不是杞人忧天？

结果众所周知，美国没有摆脱危机，2007年次贷危机演化为一场全球金融海啸。这是一场堪比1929年大危机的危机，十几年后影响犹在。于是，人们又翻开尘封的故纸堆，试图在先人的智慧中寻找灾难的答案。

一个非著名金融学家的名字海曼·明斯基进入了大家的视野，如今人们已经习惯于把金融风暴称为“明斯基时刻”。大概明斯基自己也没有想到身故之后会声名鹊起，包括保罗·克鲁格曼在内的诺贝尔奖获得者都先后撰文以表示对这位先知式学者的尊敬。

海曼·明斯基并非1929年大危机中的“预言家”巴布森，而是一位严谨

的学者，先后执教于华盛顿大学、巴德学院等高校，代表作有《凯恩斯〈通论〉新释》《稳定不稳定的经济》等，主要研究领域是经济周期、金融理论。

如今，明斯基的“金融不稳定假说”已经广为人知，他认为，融资可以分为套期融资、投机融资、庞氏融资三个阶段，对应着抵补型企业、投机性企业和庞氏企业。用不一定恰当的语言来简单描述，三个阶段可以写成这样：最初大家都靠劳动生产赚钱，后来改靠金融赚钱，最后大家都靠欺骗赚钱。

这样描述明斯基“三个阶段”简单易懂，但这只是对明斯基金融危机的一种形容。完整理解明斯基需要结合他的货币理论、投资理论、周期理论作为支撑。

一篇优秀博士论文应该在本领域内让后人无法忽略，明斯基的博士论文《诱导性投资与经济周期》则让后人景仰。明斯基提出，凯恩斯理论“乘数-加速数”中的“投资”不是金融的概念，也不可能在研究框架中纳入市场不确定性因素，对危机不具备足够的分析能力。与此相对，明斯基一直致力于在经济学的厂商、政府、居民之外加入“金融”部门，在新框架下重构经济周期理论。他认为，由于金融部门的存在，经济周期“长波”特征更加明显，更重要的是，因为金融的放大作用，波幅会更大，波谷往往体现为金融危机。

明斯基是把金融部门纳入主流经济学的创始人之一，他将金融部门视为一个宏观经济运行的内生因素。在此之前，金融部门基本被主流经济学忽略，而金融学又自成体系，可能也是这个原因导致主流经济学整体低估了金融体系带来的风险。

很遗憾，总体而言经济学还不能接受明斯基的观点，微观经济学只分析“政府”“厂商”“居民”三个因素，开放经济学则加上“海外”。我们当然接受明斯基的观点，金融与厂商、政府，应该以同等地位存在于主流经济学框架之中，尤其在金融成为主要产业之一的前提下。以此为基础，在一个统一的框架下，我们尝试着梳理金融与厂商、居民的相互作用机理，从一个全景视角诠释金融危机背后的经济学逻辑。

在经济学框架中纳入金融部门，我们可以看到：危机的形成过程既是一个实体经济资金使用权被挤出的过程，又是一个金融部门自我膨胀

的过程，也就是我们上节所说的“金融膨胀陷阱”。

单纯从体量来说，投资银行、风险投资都不是全球金融体系重点，在全球范围内，金融业的核心都是银行，银行的核心则是信贷，而信贷的本质是借贷双方的承诺与预期。我们应该知道，金融中介市场上供需双方高度相互依赖，双方行为都会直接影响对方决策。也就是说，金融市场中任何一个因素变化都会牵动全身，主流方法论那种自变量、因变量的设定本身是存在问题的。

任何一场危机必然处于动态之中，不可能因为一个偶然事件就发生。在一个动态的过程之内，人们对金融市场回报预期的变化将导致信贷资金价格产生变化，资金供给曲线会随之上移，厂商对资金价格敏感性会逐渐下降，风险偏好会随之提高。

在资金供给曲线上移的过程中，厂商面对金融会逐渐处于劣势。金融部门掌握着资金通道，也就有了天然优势，厂商必须遵循金融部门的规则。而在毁灭型创新中，金融部门必须遵循厂商制订的规则，这两种情况恰恰相反。由此，厂商投资机会、收益都逐渐被金融部门侵蚀。

毁灭型创新会自行衰减，反之，金融部门侵蚀厂商利润，自行衰减的过程却不存在，变成了不可逆的。厂商的收益会越来越低，金融的收益会越来越高，厂商有动力而没有能力，金融有能力而没有动力。一旦厂商全部利润被金融部门侵蚀，不能提供更多收益，金融业就可以超脱于“储蓄→投资→收益→扩张”，自创一套独立于实体经济之外的资金循环模式——“储蓄→金融自我创造→储蓄→金融自我再创造→……→泡沫→破灭”。

如果金融体系开始资金自循环，那么经济循环就有可能进入“金融膨胀陷阱”。“金融膨胀陷阱”是一个金融业螺旋式的上升过程，不存在内生停止因素。到达一定程度，金融部门扩张就会以实体经济萎缩为代价，越到后期挤出效应会越剧烈。更可怕的是，“金融膨胀陷阱”难以识别，资金供给曲线上移可能会被视为“市场化”行为，是以市场的名义进行的。随着资金供给曲线上移，同时拉高的还有社会风险偏好。最终，“市场化”导致资金价格超越实体经济回报，只有金融业自我循环才能实现收益预期。

道理很简单，对于来自金融产品的收益预期会自我强化，对于资金

安全的自信也会自我强化，突破安全点而不自知。

在金融膨胀的过程中，资金循环与实体经济没有直接关系，资金收益率最主要的影响因素是不断强化的自我预期。需要强调的是，如同经济学中的工资刚性，投资收益率同样存在刚性特征。真实世界中，无论金融市场走势还是实体经济都具备连续性，所以，看到单边上涨的市场，无论居民、厂商还是金融部门，其最终一致性预期都将呈上涨趋势，膨胀又不断强化自身判断。

不同于供需双方形成均衡价格，收益预期与收益上涨是两个互相促进的因素，不存在最终的“均衡”概念。最终，在完全缺乏规则的前提下，终止“金融膨胀陷阱”有两种方式，一种是再次出现毁灭型创新，另一种就是金融危机。如果使用后一种方式，那么“均衡点”是社会风险承受能力与收益率配比，一旦高收益带来的风险突破整体社会风险承受能力，危机就会爆发。

任何一件事，无论利好还是利空，甚至是完全无关金融市场的事件都可能成为压倒骆驼的最后一根稻草，由此，随机事件诱发崩盘，金融危机就会出现。

2007年之前，美国金融资产高速扩张，无论新古典经济学者还是凯恩斯主义者都无法解释，实际上，美国已经进入了“金融膨胀陷阱”，此时，经济活动的标准由金融交易确定，已经完全脱离了经济学的研究范围。

用不属于同一范畴的经济理论去解释“金融膨胀陷阱”，南辕北辙也就不奇怪了。

跳出金融看危机

今天，我们都知道美国在2007年发生了次贷危机，然而，何为“次贷”？

所谓“次贷”就是对低信用贷款者发放的贷款，在“零首付”“零文件”等一系列极简房贷推出的第一时间，饕餮盛宴的结局就已经注定。原本次级贷款是有风险的，但是，经过金融衍生品的一系列魔幻手段，很难吃的蛋糕被抹上了一层优质奶油，于是，次贷便随着金融衍生品将风险传播到整个金融体系、美国直至全世界。

关于这场危机，让我们把具体过程抽象化，一起来凝练金融危机背后的经济学逻辑：

……→经济繁荣→流动性宽松→房价上涨→发放次贷→对冲风险（CDO等衍生债券）→房价下跌→次贷损失→对冲衍生金融工具损失→市场信心下降→金融机构倒闭→流动性紧缩→实体经济下滑→大型企业崩溃→全球经济危机→……

勾勒的骨架的前后都有“……”这个符号，加入“……”并非全无理由，这昭示着资本主义世界金融危机是一种循环。只不过金融衍生品的存在使得2008年全球金融海啸发生得更为迅速，危机更加刺目。这是资本主义市场的宿命，在历史的长焦镜头中，不同时期又有着不同的表现形式罢了。

200多年前，英国牧师、经济学家托马斯·罗伯特·马尔萨斯（1766—1834年）在1798年出版了《人口原理》（又译为《人口论》），其核心观点如下：第一，食物为人类生存所必须；第二，两性之间的情欲是必然的，且几乎会保持现状。所以，马尔萨斯的结论是：人口的增加，必然要受到生活资料和罪恶的抑制，因而使现实的人口得以与生活资料保持均衡。

马尔萨斯被誉为庸俗经济学的代表人物，在他生活的农耕时代，人类生产能力一直在低水平循环，绝大部分个人以延续生命为目标。让我

们以“生存经济”来为这段历史时期的经济水平命名，生存经济中市场激励可以忽略不计，如果用当代经济学语言来描述，可以说这个时代人类的需求具有无限弹性。

生产力过于低下，无论生产什么都能消费掉。对一个部族或者国家来说，最重要的不是生产，而是对抗天灾和异族，维持种族延续。

没有专业化分工，没有市场，何来经济危机？所以，在当时的条件下，马尔萨斯说的话不一定全无道理。在分而治之的封建农奴制度中没有任何一方具备绝对优势，于是，在无数次试错中出现了交易中的公平契约、公司制的信托责任。终于，在中世纪结束的时候，西方突破了生存经济藩篱，创造了辉煌的工业革命。

阴阳相随，也就是在这一刻，人们种下了经济危机的种子。

人类社会一旦跃迁到工业革命，货币便成了必不可少的经济血液，最昂贵的生产资料转变为人力资源，要想领先于竞争对手，就必须不停创新，只有开天辟地的创新才能带来垄断全球的利益！

君不见，第一次工业革命把英伦诸岛变为日不落帝国，第二次工业革命则把美国置于全球产业链的顶端，美国又依靠信息技术革命，至今仍垄断着绝大部分高端产业。

创新是艰难的，无论牛顿、爱因斯坦还是爱迪生、特斯拉，都是不世出的巨人，他们都以一己之力缔造了一座理论或技术大厦。正因如此，重大的创新才显得有意义，才有可能改变世界。至于平时，我们的世界几乎是静止的，否则，一觉醒来，昨天的知识、生活习惯就已经全部过时了，这恐怕会让人疯掉，所谓“日新月异”只是夸张的形容。

因为创新艰难，每次创新成功带来的都是巨大利益。一旦创新出现，资金便会蜂拥而至，整个人类的面貌为之改变。任何一次创新都有自己的生命历程，创新开始的时候生产奢侈品，随着技术不断进步，成本会降低，就会从极少数人普及到众生。旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家，一代伟大创新的使命就基本结束了。

昔日不可重来，工业革命、电气革命、信息革命，每次重大技术革命都必然在繁荣之后出现萧条，理由很简单，已经没有市场再创造利润了。但是，前期资本、设备、人力仍在，投资还要继续，资本还要寻求

更多利润。

没有市场，钱会去哪里？答案之一，是泡沫。泡沫还会让神话继续创新，比如金融衍生品愣是把次级贷款包装成一种优质投资品，最终复杂到能把风险传染到全世界。

泡沫很绚丽，结局只有一个：破灭。泡沫破灭了，人类还得生存，还要继续创造财富。如果不能创造，就可能转向掠夺。于是，人类有了“一战”“二战”，有了中东纷乱的战争……战争会毁灭既有财富，也为处在金字塔尖上的国家创造了新的市场。

此情此景，当如何救亡？

只有毁灭型创新再度光临人间，人们才会再度抛弃原有生活模式，再次进入一个崭新的世界。毁灭型创新也叫创造型毁灭，用直白的语言来说就是推倒重来，于是经济会再度繁荣。

脱离生存经济的100多年来，经济危机的内核始终没有改变。

2007年的次贷危机与1929年大危机并无二致，原因都是创新的潜力耗尽，只不过一个是第二次工业革命潜力耗尽，另一个是信息化创新能量耗尽；一个是过剩的流动性进入了股市，另一个是进入了房地产市场。

末变而未本变，所变者亦为未变。

数百年来世界始终在变化，抽丝剥茧，我们会发现，变的都是外壳，不变的是繁荣与萧条，不变的是贪婪与恐惧。所有的繁荣与萧条、所有的贪婪与恐惧，我们都知道，西方世界终究无法去除。所谓历史，表象在变，市场不变，转来转去，西方世界该犯的错误还是要犯，该跌的还是要跌，该产生危机的还是要产生危机，也许这就是西方世界的命运。

后记

滚滚长江东逝水，从未淘尽金融。

是非成败莫论功，天道不曾改，市场终繁荣。

商贾散人江湖上，惯看金钱流动。

古今多少事，皆在涨跌中。

金融是天使。

财富与金融相伴相生的历史中，非但工业革命要等待金融革命，每一次人类变革都必须等待金融机构去开天辟地。商业银行、投资银行、风险投资三代金融革命，分别伴随以蒸汽机为代表的第一次工业革命、以电气化为代表的第二次工业革命、以互联网为代表的信息化革命。

所以，金融是天使。

金融是魔鬼。

这个带来无限财富的金融业，同样给人类带来了无数次毁灭性打击：既有1929年、2008年那样的全球经济危机，也有1992年墨西哥比索、1998年东南亚那样的区域性金融危机，至于一家金融机构倒闭让储户血本无归，根本就不值一哂。金融这个行业，能在瞬间毁灭一国、一企、一家、一人。

欲灭其国，先诛其币！

所以，金融是魔鬼。

金融，是天使还是魔鬼，其功与过、是与非，血肉相连，已经在过去的人类历史中水乳交融，让人无法分辨。

这究竟是为什么？

在经济学的定义里，金融的作用是提高资源配置效率，只有最能赚钱的人才应该借到钱。以上假设仅仅停留在理论上，实际上，如果金融善良，那么它便会服从经济理论，往往把钱送到比你更有钱的人手中；如果金融邪恶，那么经济理论根本无法描述其恶，本金的诱惑要高于盈利，把本金直接据为己有岂不是更方便。

善良与邪恶，我们哪个见得更多？应该以经济学否定金融事实，还是以金融事实否定经济学？

两者都不是，金融业、金融学本来就不完全服从经济学理论假设，用经济学去解释金融学，岂非缘木求鱼？

不信？看一看金融市场，这里是最接近经济学自由竞争假设的地方：商品同质、买卖者同质、信息透明，就是这个市场，从诞生第一天起，股票、期权、外汇，无论哪一个品种，全部动荡不堪，从来没有出现过经济学所说的“均衡”，一分一秒都不存在。

如此，焉能以经济学解释金融学？

穿透历史需要经济学的眼光，看穿金融则必须跳出经济学藩篱！

金融业与其他行业一样，可以赚取收益，比如，利息、股息、资本利得；金融业与其他行业不一样，这是经营货币的行业，所经营的对象可以被直接作为纯收益，远高于经营所得收益。

群众的眼睛是雪亮的，有句网络俗语道出了金融的魔鬼本性：你惦记的是骗子的高息，骗子惦记的是你的本金。再高的利息，能高过本金吗？

很遗憾，我们的金融（包括理论与实务）没有在意魔鬼的特性，有意无意间把货币当作一种普通的商品来对待，这无疑是当代金融学借鉴经济学分析框架的结果，却留下了一个不可弥补的缺陷。

当前尴尬的情况情有可原，古典经济学诞生时代还没爆发工业革命和金融革命，金融不是一个发达的行业。所以，亚当·斯密只在经济学中划分了厂商、居民、政府三个部门，根本没有金融的位置。后来，虽然金融的影响越来越大，但古典经济学已经成熟，贸然加入一个金融部

门，经济特性与其他三个部门完全不同，理论假设、模型框架都得修改。

多年以来，这种情况改变不大，大概是因为除了敢说话的明斯基，所有经济学大师级人物都假装睡着了。

基于金融学本身的特性，我们提出了金融第一定理（或者说金融反经济学定理）：本金比利息更重要。经济学中，边际收益等于边际成本的时候实现利润最大化。如果缺乏必要的现期规制，那么金融业的特殊之处在于本金特定情况下可以被视为收益。如此，“边际”“价格”之类的概念在金融中将不复存在。

人类当然不可能让金融放飞自我，从私人借贷第一天起就有抵质押等风险缓释手段，试图把金融的魔鬼本性装进牢笼。

抵质押能控制金融吗？如果能，世界上早就不存在金融危机了。

三次金融革命促进了三次产业革命，从商业银行、投资银行、信托、券商、基金，再到不太容易懂的PE（市盈率）、VC（风险投资），金融是一个可以自我创造新业态的行业。天使和魔鬼都是金融的本性，这一阴一阳将永远如影随形，金融在所有创新形式中都体现两种性格。斯图亚特王朝只是野蛮地赖掉本金；到次贷危机，照样是吞没本金，却让人有冤无处诉，所有的手段都在既定法律框架之内。

这也就是我们所说金融第三定理，也称黑洞定理，特定条件下，金融业是一个经营货币的行业，具备内生扩张能力，仅靠资金在本体系内运作就能做大资产总额、提高盈利，非金融机构无论如何都做不到这一点。也就是说，仅靠市场调节，金融行业有可能不存在扩张的边界。可以这样说，金融不但可以提高资金配置效率，特定条件下，还可以自己创造一套资金运作模式，炒作出一个又一个巨大的泡沫，所有金融危机的开始与结束都是如此。如果风险由整个社会承担，收益由极个别人享受，那么又有谁不会去追求高收益？

风险？风险不是个别人的，是全社会的！

根据金融第三定理，我们提出了一个有待证明的推论：所谓“风险-

收益”配比的概念有待证伪，与“高风险”相对的可能只有“无收益”，“低风险”才能有“高收益”。

人们通常认为风险投资风险高收益也高，实际情况是风险投资家在概率上可以控制风险，从而取得高收益，不能仅就一笔投资而论。既然在概率上控制了风险的投资的失败概率，那么在一个资金池里怎么能说风险投资是“高风险”？这是实实在在的“低风险-高收益”。

如果“风险-收益”配比是伪命题，那么金融的魔鬼本性在一定条件下就会暴露，引爆金融危机，社会经济便会被损害。

除了我们给出的推论，金融还有很多不符合经济学基本原理的特质。比如，我们所说的金融第二定理：金融是人世间唯一可以穿越时空的行业，可以让人借到未来的钱，也可以让未来还现在的钱。借到未来的钱，小则可以买房，大则可以让一个国家站在世界之巅；让未来还现在的钱，就是金融危机处置，唯一的方法只有把损失平摊到未来去慢慢消化，让时间熨平创伤。按照经济学，资不抵债的企业应该破产。

金融业不是这样的，按照金融第一定理，只要金融机构的现金流源源不断，就永远不会破产。所谓金融机构“大而不能倒”，就是即使金融惹了滔天大祸，仍旧不可能被踢出市场，这不符合经济学原理。然而，惹祸后的大机构不能按照所谓市场原则关门了事，否则整个社会经济体系都可能崩溃。

并非不想惩罚，实在是惩罚不起。

金融之所以有这些特征，是因为在真实的利益面前，贪婪与恐惧都无所遁形。所幸，除了贪婪与恐惧，人类还有智慧，所以我们不会生活在霍布斯丛林之中。金融业是最为市场化的行业，也是最需要规制的市场，在全世界任何一个地方都是这样。金融被加诸种种限制，今天我们将之称为“金融监管”。市场经济越发达，对金融的管制就越严格，当今对金融管制最严格的国家就是欧美发达国家，全球所有金融监管的基本原则也都来自号称最自由的欧美。

对待金融的魔鬼性格，原则千万条，只有一个目标：把金融魔鬼装进监管的笼子里！如今，美联储针对“大而不能倒”设计了金融机构“生前

遗嘱”监管规则，随着金融监管实践的发展，这些也会越来越完善。

金融眼中看历史，一切都可以看成正负收益：不用关心未来，未来就是现在的收益；无须关注过去，过去的收益已变现；金融唯一无法忽略的只有现在，现在决定未来。所幸，我们看到全球各国正在一直努力加强金融监管，将金融的魔鬼之性装进笼子里。

现在已在，未来已来！

参考文献

中文部分

1 阿兰·佩雷菲特.停滞的帝国：两个世界的碰撞[M].王国卿，毛凤支，谷昕，等译.北京：生活·读书·新知三联书店，1995.

2 阿诺德·托因比，维罗尼卡·M.托因比.第二次世界大战史大全（第9卷）：欧洲的重组[M].劳景素，译.上海：上海译文出版社，1995.

3 艾米·法伯，蒋敏杰.历史的回响：密西西比泡沫[J].金融市场研究，2013（7）.4彼得·L.伯恩斯坦.黄金简史[M].黄磊，郑佩芸，译.上海：上海财经大学出版社，2008.

5 彼得·加伯.泡沫的秘密——早期金融狂热的基本原理[M].陈小兰，译.北京：华夏出版社，2003.

6 波梁斯基.外国经济史（资本主义时代）[M].郭吴新，等译.北京：生活·读书·新知三联书店，1963.

7 查尔斯·金德尔伯格.西欧金融史[M].徐子健，何建雄，朱忠，译.北京：中国金融出版社，2010.

8 陈乐一.第二次世界大战以来美国经济周期的新特征[J].财政研究，2000（3）.

9 陈敏强.新经济条件下美联储货币政策面临的挑战与应对——兼论格林斯潘通胀新论[J].国际金融研究，2000（11）.

10 陈明.美国独立国库制度的渊源、演变、弊害及影响[J].武汉大学学报（人文科学版），2003（6）.

11 陈明.美国联邦储备体系的历史渊源[M].北京：中国社会科学出版社，2003.

12 陈明.美国银行早期纷争及其深远影响[J]．世界历史，

2002（4）.

13 程汉大.“光荣革命”与英国中央权力结构的变化[J].山东师大学报（社会科学版），1992（5）.

14 道格拉斯·诺思[1]，巴里·温加斯特.宪政和承诺：17世纪英国公共选择治理制度的变迁[A]//吴敬琏：比较（第六辑）.北京：中信出版社，2003.

15 邓著之.北宋经济的发展及其活力[J].九江师专学报，1992（4）.

16 狄文.美英日近二十年财政政策的经验及对我国的启示[J].河北金融，2001（4）.

17 菲利普·方纳.杰斐逊文选[M].王华，译.北京：商务印书馆，1963.

18 福克讷.美国经济史（上卷）[M]．王锟，译.北京：商务印书馆，1964.

19 谷雪梅.英国海军与第一次英荷战争（1652—1654）[J].宁波大学学报（人文科学版），2006（6）.

20 顾晓鸣.十七世纪英国革命结局的经济分析——兼论政治革命和社会革命的关系[J].同济大学学报（人文·社会科学版），1991（1）.

21 管佩韦.英国工业革命的社会经济前提[J].杭州大学学报（哲学社会科学版），1985（4）.

22 韩毅.美联储的货币政策与30年代大危机[J].世界历史，2009（6）.

23 汉斯·豪斯赫尔.近代经济史[M].王庆余，吴衡康，王成稼，译.北京：商务印书馆，1987.

24 何应忠.北宋经济发展中存在的几个问题[J].广西师范大学学报（哲学社会科学版），1991（1）.

25 洪新发.试论法国大革命至拿破仑帝国时期的英法关系[J].重庆教育学院学报，1994（4）.

26 胡莉.论威廉三世对英国外交的改变[J].陕西师范大学学报（哲学社会科学版），2014（6）.

27 华盛顿·欧文.华盛顿传[M].王强，译.长春：吉林出版集团，2011.

28 黄凤志.信息革命与当代世界格局演变[J].吉林大学社会科学学报，2003（2）.

29 黄绍湘.美国通史简编[M].北京：人民出版社，1979.

30 J.S.布朗伯利.新编剑桥世界近代史（第6卷）[M].中国社会科学院世界历史研究所组，译.北京：中国社会科学出版社，2008.

31 计秋枫.近代前期英国崛起的历史逻辑[J].中国社会科学，2013（9）.

32 贾理群，刘旭，汪应洛.新熊彼特主义学派关于技术创新理论的研究进展[J].中国科技论坛，1995（5）.

33 蒋海，罗贵君.逆周期宏观审慎银行监管研究评述[J].产经评论，2012（2）.

34 颉普.评汉密尔顿派和杰斐逊派的斗争[J].兰州大学学报（社会科学版），1988（2）.

35 景振国.论拿破仑[J].郑州大学学报（哲学社会科学版），1978（3）.

36 克拉潘.现代英国经济史（上卷）[M].姚曾廙，译.北京：商务印书馆，1986.

37 理查德·霍夫施塔特.美国政治传统及其缔造者[M].崔永禄，王忠和，译.北京：商务印书馆，1994.

38 李宏伟.英格兰银行的职能定位及货币政策运作给我们的启示[J].西南金融，2000（10）.

39 李永周.美国硅谷发展与风险投资[J].科技进步与对策，2000（11）.

40 梁亚平.浅析《屠场》的社会影响[J].淮北煤师院学报（社会科学版），1995（1）.

41 林赛.新编剑桥世界近代史（第7卷）[M].中国社会科学院世界历史研究所组，译。北京：中国社会科学出版社，1999.

42 刘惠荣.洛克与光荣革命——对洛克政治法律观的再思考[J].中外法学，1992（6）.

43 刘丽莉，关士续.硅谷创新网络形成过程的历史考查[J].自然辩证法研究，2002（12）.

44 刘淑敏.工业革命为什么首先发生在英国[J].齐鲁学刊，1984（5）.

45 刘淑青.早期斯图亚特王朝宪政冲突的特点[J].广西社会科学，2003（5）.

46 刘绪贻.试论胡佛政府对付1929—1933年经济危机的政策[J].历史教学，1986（11）.

47 刘祚昌.杰斐逊麦迪逊与共和党的兴起[J].历史研究，1996（2）.

48 柳越.美联储2000年货币政策述评及近期展望[J].金融研究，2001（2）.

49 罗伯特·J.希勒.非理性繁荣（第二版）[M].李心丹，陈莹，夏乐，译.北京：中国人民大学出版社，2008.

50 罗恩·彻诺.摩根财团[M].金立群，校译.北京：中国财政经济出版社，2003.

51 罗斯图诺夫.第一次世界大战史（1914—1918年）[M].钟石，译.上海：上海译文出版社，1982.

52 洛德·埃夫伯里.世界钱币简史[M].刘森，译.北京：中国金融出版社，1991.

53 马尔萨斯.人口论[M].郭大力，译.北京：北京大学出版社，2008.

54 米尔顿·弗里德曼，安娜·J.施瓦茨.美国货币史（1867—1960）[M].巴曙松，王劲松，等译.北京：北京大学出版社，2009.

55 米涅.法国革命史[M].北京编译社，译.北京：商务印书馆，1977.

56 默里·罗斯巴德.银行的秘密[M].李文浩，钟帅，等译.北京：清华大学出版社，2011.

57 内森·米勒.罗斯福正传[M].祥里，黄建东，钟建国，等译.北京：新华出版社，1985.

58 宁波.拿破仑的大陆封锁及其后果[J].牡丹江师范学院学报（哲学社会科学版），1995（1）.

59 牛笑风.光荣革命：宽容挟革命与反动共进[J]，浙江师范大学学报（社会科学版），2008（3）.

60 乔纳森·休斯，路易斯·P.凯恩.美国经济史[M].邸晓燕，邢露，等译.北京：北京大学出版社，2011.

61 裘伟廷.特斯拉与爱迪生的“电流大战”[J].世界文化，2018（12）.

62 瞿强.从明斯基看约翰·罗[J].世界经济文汇，2004（2）.

63 舒晓昀.试论银行在英国工业革命中的作用[J].湛江师范学院学报，1996（1）.

64 舒小昀.英国工业革命初期资本的需求[J].世界历史，1999（2）.

65 斯蒂芬·艾西罗德.美联储50年风云[M].顾雨佳，译.北京：中国人民大学出版社，2010.

66 斯塔夫里阿诺斯.全球通史：从史前史到21世纪（下）[M].吴象婴，梁赤民，董书慧，等译.北京：北京大学出版社，2006.

67 斯坦利·L.恩格尔曼，罗伯特·E.高尔曼.剑桥美国经济史（第二卷）：漫长的19世纪[M].王珏，李淑清，译.北京：中国人民大学出版社，2008.

68 宋玉华，江乾坤.“格林斯潘时代”美联储货币政策评论[J].国际经济评论，2003（11-12）.

69 塔塔里诺娃.英国史纲[M].何清新，译.北京：生活·读书·新知三联书店，1962.

70 汤柳，王旭祥.后危机时代国际金融监管改革动态：回顾、评价与展望[J].上海金融，2012（7）.

71 万存知.从约翰·劳谈金融风险防控[J].金融博览，2017（1）.

72 万红.美国金融管理制度和银行法[M].北京：中国金融出版社，1987.

73 王典荫，刘曙光.创新与信息革命的下一次浪潮[J].西部广播电视，2003（3）.

74 王凤娟.1929经济危机的历史回顾与理论解释[J].理论观察，2006（2）.

75 王铭，王薇.英国工业革命的前提条件[J].辽宁大学学报（哲学社会科学版），2004（1）.

76 王铁崖.一九一四—一九一八年的第一次世界大战[M].北京：商务印书馆，1982.

77 王在帮.布雷顿森林体系的兴衰[J].历史研究，1994（4）.

78 威廉·杜兰.世界文明史（第十卷）[M].幼狮文化公司，译.北京：东方出版社，1999.

79 吴培新.次货危机背景下美联储的危机政策理念[J].经济社会体制比较，2009（1）.

80 吴忠超.美国中央银行制度的建立与联邦政府关系之演变[J].上海师范大学学报（哲学社会科学版），2002（2）.

81 夏继果.英国“价格革命”原因探析[J].齐鲁学刊，1994（5）.

82 肖华锋.关于1812年美英战争的性质——兼论战争的起因[J].江

西师范大学学报，1996（2）.

83 小阿瑟·施莱辛格.美国民主党史[M].复旦大学国际政治系，编译.上海：上海人民出版社，1977.

84 谢沃斯季扬诺夫.美国近代史纲[M].易沧，祖述，译.北京：生活·读书·新知三联书店，1977.

85 辛克莱.屠场[M].萧乾，张梦麟，黄雨石，等译.北京：人民文学出版社，1979.

86 熊性美，陈漓高.战后资本主义国家干预与再生产周期[J].世界经济，1989（7）.

87 许文彬.交易费用、制度创新与商业银行的演进——英格兰银行建立的经济史分析[J].经济评论，1999（5）.

88 亚当·斯密.国民财富的性质和原因的研究[M].郭大力，王亚南，译.北京：商务印书馆，1972.

89 阎照祥.“光荣革命”后英国贵族集团的若干特征[J].河南大学学报（社会科学版），1996（6）.

90 杨昌沅.论英国一六六〇年斯图亚特王朝复辟的社会基础[J].中南民族学院学报（社会科学版），1986（1）.

91 杨德森.英格兰银行史[M].上海：商务印书馆，1926.

92 杨生茂，陆镜生.美国史新编[M].北京：中国人民大学出版社，1990.

93 叶·维·塔尔列.拿破仑传[M].任田升，陈国雄，译.北京：商务印书馆，1976.

94 俞可兴，鲁桐.西方国家治理经济滞胀的对策[J].世界经济与政治，1994（8）.

95 于民.从财政收入构成析都铎和斯图亚特王朝早期英国财政体制的性质[J].潍坊学院学报，2006（5）.

96 于民.论都铎和斯图亚特王朝早期英国财政借款的性质[J].社会科学论坛，2006（6）.

97 袁隆生.约翰·罗的信用拜物教及其银行改革计划的破产[J].浙江金融，1988（12）.

98 袁平.牛顿的货币战争[J].科学大观园，2010（12）.

99 约翰·F.乔恩.货币史：从公元800年起[M].李广乾，译.北京：商务印书馆，2002.

100 约翰·H.伍德.英美中央银行史[M].陈晓霜，译.上海：上海财经大学出版社，2011.

101 约翰·吉林厄姆.克伦威尔[M].李陈河，译.北京：中国人民大学出版社，1992.

102 约翰·克拉潘.简明不列颠经济史：从最早时期到一七五○年[M].范定九，王祖廉，译.上海：上海译文出版社，1980.

103 约翰·罗.论货币和贸易[M].朱泱，译.北京：商务印书馆，1986.

104 约瑟夫·道尔夫曼，王洪慈.托马斯·杰斐逊是商业农业民主主义者[J].齐齐哈尔大学学报（哲学社会科学版），1985（1）.

105 曾国平.第二次世界大战后世界政治经济的二重性发展趋势[J].重庆大学学报（社会科学版），1996（3）.

106 张兵.租借法案与美国对外政策的转变[J].辽宁大学学报（哲学社会科学版），2002（5）.

107 张海霞.从仙童到硅谷的“芯”路历程[J].金融博览，2019（2）.

108 张佳音.18世纪英法商业战争对英国工业革命的影响[J].成都大学学报（教育科学版），2008，22（11）.

109 张娜.一场百年前的电流之争[J].能源，2013（1）.

110 张仁德，段文斌.公司起源和发展的历史分析与现实结论[J].南开经济研究，1999（4）.

111　张少华.汉密尔顿“工商立国”与杰斐逊“农业立国”之争[J].历史研究，1994（6）.

112　张少华.美国史学界关于汉密尔顿与杰斐逊之争的研究[J].世界历史，1995（3）.

113　张廷茂.英国工业革命起因新论[J].西北第二民族学院学报（哲学社会科学版），1990（2）.

114 张懿馨.金融危机[M].北京：中国金融出版社，2009.

115 赵从显.从金本位制到美元为中心的资本主义世界货币体系的崩溃[J].兰州大学学报，1980（2）.

116　赵红.17—18世纪英国国债制度述评[J].社会科学辑刊，2006（3）.

117 赵红.17世纪末至18世纪初英国国债制度化论纲[J].东北师大学报（哲学社会科学版），2003（6）.

118　赵伟.美国现代中央银行体制溯源[J].杭州大学学报（哲学社会科学版），1998（4）.

119 周师田，杨冬晗.从英国英格兰银行看中央银行职能的历史转变[J].吉林金融研究，2008（2）.

120 周一良，吴于廑.世界通史[M]北京：人民出版社，1962.

121 周正华.第二次美英战争[J].历史教学，1994（6）.

122　庄起善，刘燕.美国三个时期货币政策选择的比较[J].世界经济文汇，2001（2）.

123 卓悦，陈德棉，刘延生.美国风险投资业发展的历史过程和现状分析[J].科研管理，2000（5）.

英文部分

1 C. E. Challis.A New History of the Royal Mint[M].Cambrige：Cambridge University Press，1993.

2 Charles Sellers.The Market Revolution： Jacksonian America，1815—1846[M].New York：Oxford University Press，1991.

3 Charles Wilson.England’s Apprenticeship，1603—1763[M].New York： St.Martin’s Press，1965.

4 Daniel A.Baugh . Great Britain’s “Blue-Water ”Policy，1689—1815[J].The International History Review，1988，10（1）.

5 David C .Douglas. English Historical Document （VIII）[M].London：Eyre&Spottiswoode，1956.

6 Derek Mckay，H.M.Scott.The Rise of the Great Powers，1648—1815[M].New York：Pearson Education，1983.

7 G.William Schwert.Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1987.NBER Working Paper No. w2985.

8 Harold van B.Cleveland，Thomas F.Huertas.Citibank，1 812—1970[M].Cambridge：Harvard University Press，1985.

9 Jack Babuscio，Richard Minta Dunn.European Political Fact，1648—1789[M].London： Macmillan，1984.

10 Julian E. Zelizer.The Forgotten Legacy of the New Deal：Fiscal Conservatism and the Roosevelt Administration，1933—1938[J].Presidential Studies Quarterly，2000，30（2）.

11 L.S.Stavrianos.The World Since 1500：A Global History[M].New York：PrenticeHall Inc，1971.

12 Morton Borden.America’s Eleven Greatest Presidents[M].Chicago：Rand McNally，1971.

---

[1] 诺斯的另一种译法。——编者注

图书在版编目（CIP）数据

金融激荡300年 / 瀛洲客著. - - 北京：中信出版社，2020.11
ISBN 978-7-5217-1807-2
I . ① 金… II . ①瀛… III . ①金融—经济史—世界 IV .①F831.9
中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第069237号

金融激荡300年
著者：瀛洲客
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029）

字数：254千字
版次：2020年11月第1版
印次：2020年11月第1次印刷
书号：ISBN 978-7-5217-1807-2
定价：79.00元
版权所有·侵权必究



中国REITs市场建设

蔡建春　刘俏　张峥　周芊 等◎著

完善中国不动产投融资体系，推动经济高质量发展
助力中国经济转型升级

提升金融中介效率 | 探寻中国实践着力点 | 推动金融体系发展

中信出版集团

目录

中国REITs市场建设

序

前言

导论 REITs是好金融

第一部分 为什么会推出REITs制度

第一章 不动产投资信托基金

第二章 价值创造：企业与投资者的视角

第三章 宏观经济转型与政策工具功能

第二部分 REITs的全球实践

第四章 规模、市场表现与流动性

第五章 美国REITs：规模最大的REITs市场

第六章 亚太REITs：各具特色

第七章 其他REITs市场

第三部分 REITs市场的中国道路

第八章 为什么要建设和发展中国REITs市场

第九章 发展历程与市场规模

第十章 类REITs市场

第十一章 中国公募REITs的制度设计与实现路径

第四部分 中国公募REITs市场建设的重要课题

第十二章 税制

第十三章 管理模式

第十四章 定价与资产估值

第十五章 投资者保护

第五部分 基础资产类别REITs的分析与展望

第十六章 基础设施REITs

第十七章 租赁住房REITs

第十八章 商业物业REITs

第十九章 物流REITs

附录

案例1 中信启航REIT——私募REITs市场破冰

案例2 勒泰REIT——不依赖主体信用的商业类产品

案例3 保利租赁住房REIT——首单储架发行的租赁住房类产品

案例4 菜鸟仓储REIT——首单可扩募物流类产品

案例5 沪杭甬徽杭高速REIT——首单传统基础设施类产品

案例6 鹏华前海万科REIT——REITs公募发行的探索

案例7 越秀REIT——中国境内首只在境外上市的REITs

案例8 领展REIT——香港首只公募REITs

案例9 砂之船REIT——亚洲首家奥特莱斯REITs

案例10 凯德商用中国信托——新加坡最大的中国零售REITs

案例11 美国电塔公司——全球基础设施REITs的标杆

案例12 IndiGrid——印度基础设施REITs

后记 “光华思想力”**REITs**课题笔记

参考文献

中国REITs市场建设

主要作者：蔡建春 刘俏 张峥 周芊

参与写作：闫云松 李艳 范熙武 彭超 于嘉文 李尚宸 张思思 张骞 李文峥 徐爽

序

2017年年初，光华管理学院创立了“光华思想力”智库平台，目的是立足于新时代的中国，遵循规范的学术标准，应用前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“光华思想力”的选题均扎根于中国大地，围绕中国经济社会发展和前沿商业实践展开研究。“中国REITs市场建设”是思想力平台第一期选题中新金融方向的重要课题。三年来，光华管理学院的学者、研究人员，以及国内外政策、实务界专家组成的课题组，相继推出了《中国REITs白皮书》系列研究报告，全面深入地论述了中国REITs市场建设问题，受到广泛关注和认可。

我一直非常关注中国金融改革，关心课题组的研究进展。我参加了2018年、2019年在光华管理学院举办的两届中国REITs论坛。《中国REITs市场建设》这本书是课题组三年中所有研究成果的总结，是中国REITs市场领域的一本学术专著。这本书的四位主要作者在中国REITs领域研究多年，深度参与了中国REITs市场的规划与设计。蔡建春博士担任中国证监会债券部主任期间，负责中国公募REITs市场创新。光华管理学院的刘俏教授和张峥教授多年来一直从事中国资本市场和金融改革的研究。周芊先生是中国REITs实践领域的开拓者。他们在将书稿交付给中信出版社的时候请我为此书撰写序言，我欣然应允。

这本书系统全面地回答了两个重要问题：为什么要在中国建设REITs市场，尤其是公募REITs市场？怎样设计和建设中国REITs市场？书中既有逻辑严谨的学理分析，也有大量的实证与案例分析。从理论上来说，不断提升金融中介效率，是金融创新推动金融体系发展的底层逻辑；同时，不同经济体有关REITs市场的实践各有不同，体现出路径依赖，与各经济体的禀赋、历史、文化有着紧密的关系。因此，理解REITs制度与REITs市场的产生与发展，必须从两个方面着手，第一是金融体系功能自我完善的内在驱动，第二是宏观经济、社会发展的外部推动。这是该书为研究REITs市场建设搭建的理论框架。当前，42个国家和地区推出了REITs，回顾历史，虽然REITs制度在1960年由美国首先推出，但真正在全球范围内铺开，是21世纪初的事情。这本书为理解全球REITs市场演进，展望中国和国际REITs市场提供了思想工具，有助于读

者真正认识中国REITs市场的价值，以及未来发展的机遇与挑战。

无论是监管层、学术界还是实务界，都在从现实出发，从中国的问题出发，对照问题，解决问题，一步一步推动中国REITs的发展。该书作者亲历这个过程，在大量调研的基础上，深入讨论了中国REITs制度设计、实现路径以及行动方案。对中国REITs市场的实践问题和技术难题，例如，怎么做，从哪儿开始做，接下来怎么做，为什么这么做，均做出了回答。这对于关心房地产与基础设施建设与运营的中央与地方政府、企业、投资者无疑具有重要的实践价值和指导意义。

这本书剖析了REITs对于现代金融体系的价值，结合全球市场实践以及中国不动产投融资现状，在中国金融改革的宏大背景下，阐述了中国REITs市场建设的必要性、紧迫性，探讨了中国REITs制度的发展路径，给出了中国REITs市场建设的方案。它是一个很好的例子，向我们展现了如何以严谨的科学态度，思考中国金融改革，讲中国故事。

近期的全球形势，对中国宏观经济增长、中小微企业经营，以及就业等的影响不容低估。这本书的研究告诉我们，在全球存在REITs制度的经济体中，大部分是在经济增长动力不足时推出REITs，其目的是激发经济活力，为经济发展提供动力。长期来看，进行REITs市场建设是完善中国不动产投融资体系的重要举措，可以进一步推动经济高质量发展，助力中国经济转型升级。

厉以宁
北京大学文科资深教授
光华管理学院名誉院长
2020年4月

前言

立体交通连接了每一个城市、乡村，输电网络点亮了千家万户，仓储物流实现了足不出户的购物，数据中心支撑了神通广大的互联网服务，通信铁塔成就了无所不及的信号传输。在工作日，与同事走进宽敞明亮的写字楼；闲暇时，与家人漫步在琳琅满目的购物中心。立体交通、输电网络、仓储物流、数据中心、通信铁塔、写字楼和购物中心，都是不动产，我们的生活离不开不动产的支持与服务。

就像深嵌于5亿年前化石中的三叶虫彰显了寒武纪的繁荣，用石材和钢铁构筑的巍峨且充满个性的不动产记录了前行中的人类文明。从罗马斗兽场到北京鸟巢，从中国的京杭大运河到美国的伊利运河，从中国的都江堰到荷兰的围海大堤，从横贯美洲大陆的铁路到现在神州大地四通八达的高铁，在社会发展的每一次跨越中，不动产都发挥了它的重要作用。

随着需求的兴盛，依赖罗马帝国雄厚财政实力构筑的耗资巨大的市民工程难以为继。据记载，不动产与金融的结合在文艺复兴时期就已开始。今天，不断丰富的金融体系和充裕的基础资产，推动了不动产金融模式的迭代。从实物到货币化，到信贷化，再到如今的证券化与REITs（房地产投资信托基金），两者的结合已经使不动产逐步突破其生产和消费的原始功能以及空间局限，实现了价值普惠与增值功能。

REITs于20世纪60年代发源于美国，半个世纪以来，在众多国家和地区快速发展，业务模式臻于完善，现已成为国际资本市场的重要金融投资产品。截至2019年，全球已有40余个国家和地区形成REITs市场，并建立相关制度，资产管理规模超过2万亿美元。

2000年后，REITs被引入亚太资本市场，起初仅为消除亚洲金融危机的余波，提振经济活力，应对银行经营危机，但随着市场的逐步扩大，REITs对经济各领域发展的促进增强作用日渐显现。各国从REITs的发展中获益匪浅。尤其是近年来，随着观念的开放和革新，亚洲新兴市场以及部分拉丁美洲、非洲国家充分认识到REITs可以为经济体的持续发展注入动能，也逐步建立符合各自国情的REITs体系。REITs的发展在

全球呈加速趋势。

REITs的影响是多方面的。对投资者而言，REITs具有相对稳定的投资收益，可以成为长线投资产品。对资产持有者而言，REITs实现了依托不动产的权益性融资，消除了不动产易导致资金错配的缺陷，从而可以有效防范债务风险，提高长周期、风险性资产的流动性，有效分散风险，增加安全边际。对运营方而言，REITs在将募集的资金用于持有资产的同时，又可以并购新的项目，是运营管理和商业模式复制的高效助推手段。

REITs对于优化社会资源配置具有突出意义。其产生的初衷是吸纳更多社会资本，投向房地产行业，提高周转效率。在发展中，REITs体现出巨大的延展空间，基础资产从商业地产、公寓逐步扩展至交通、能源、仓储、工业、医疗、通信、旅游等行业，推动了众多传统业态模式的深刻变革。就重要性而言，有学者认为REITs甚至可以类比发轫于大航海时代的公司制度。公司制度为海洋探险与海外贸易提供了高效、公平筹集资本的渠道，而REITs也同样高效组织社会资源投资基础设施、商业地产等多种类型的不动产，推动经济增长。在清晰的宏观功能的定位下，通过有指向性的制度安排和交易结构设计，REITs引导资源流动的作用能够进一步聚焦，在实体产业发展和结构调整中发挥更有针对性、更积极的作用。

梳理境外REITs的发展历程，我们发现，每次金融危机或经济衰退，都是REITs成长壮大的契机。在金融体系的震荡中，其稳健特性以及多元融资通道，展现了更强的韧性与活力，让投资者更信赖。随着规模体系的增长，REITs也在改善金融体系的稳定性，最大化地消除不动产价格的周期波动。

从REITs诞生到现在已经过去近60年，但直到20多年前，这一有吸引力的金融产品才逐渐为世人所知。2016年8月，标准普尔指数与MSCI（明晟）指数最终将REITs作为独立资产类别，足以证明REITs已成为全球投资者不容忽略的资产类别。而中国境内在最近10年，尤其是近5年才开始系统性地研究分析REITs。初识REITs之时，其资产拓展空间、权益融资属性、稳健的运作要求、兼具金融属性与不动产属性的特点、严格的信息披露要求以及活跃的交易方式，给我们留下深刻印象。这些特点使我们逐步意识到，REITs可能会成为中国资本市场重要的发展方向，也可能会成为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的重要环节。

近年来，REITs的重要性获得了更多人的认可，有关研究大量涌现。在编写此书的过程中，我们力图引入以下几个新维度，将REITs的全貌更为完整地呈现在大家面前：

一是回到历史场景，通过演进脉络理解REITs。

在过往的研究中，我们逐渐意识到，REITs设计的种种规则，根源于彼时人们所面对的核心命题与困境。我们不能从一个静态的框架中去机械地阐释境外REITs的制度设计，更不能从一个静止的时间截面去解读，应努力以“穿越时空的同理心”，从动态演化框架中分析REITs制度如何脱胎于过去的不动产金融体系，并不断迭代至今。

REITs作为资本市场的一类重要资产，未来其体系规则依然会与现实环境不断互动，螺旋式发展。理解REITs前世今生的进化脉络，也有助于我们预测中国金融体系、不动产体系的发展方向，从跨越70年艰苦奋斗的时空追问中，获得对未来中国经济更大的想象力。

二是构建系统性框架，从博弈中理解REITs。

近50年来，在全球化和信息技术的推动下，金融技术、经营模式和运营方式的更新加快。其衍生结果是，现实需要的演变速度超出了普遍观念与规则的适应节奏，导致市场的形成往往需要反复博弈，过程中不乏变通与务实之举，以求在短时间内达成共识。

一般的如境外REITs的分红要求、内外部管理架构以及有关税收政策的调整，特殊的如美国、印度基础设施REITs的诞生，如果站在全局高度，纳入各种立场、观点的冲突与合作，从博弈情景分析，我们能更容易理解其出现的深层次原因。这里既有利益诉求的推动，也有现实因素的牵绊，以及不同观念之间的妥协。我们不能孤立地看待REITs制度的设计，而需要从经济发展阶段的各方诉求中寻找公约数，从内部环境与外部环境的叠加博弈中寻求最优解。

三是解析约束条件，探寻中国实践的着力点。

效率的演进是REITs制度变迁的内在动力。然而我们必须意识到，REITs是综合社会经济各部门的系统性工程。当我们研究境外成熟的REITs模式，并期望推动中国实践时，追求理论完美的思境必须与当下中国社会经济发展的现实相结合。

区域发展战略、产业规划等政策要素，地缘战略、人口结构与分布、城镇化阶段以及广为流传的“胡焕庸线”等地理与人口现状，以及以

间接融资为主的金融体系、法律体系、投资者习惯等制度条件，甚至还包括传统理解中对于不动产“Real Estate”这一概念的理解边界，在诸多约束下，REITs的实践很难一蹴而就。既要处理好制度借鉴、制度设计与制度兼容等问题，也要敬畏市场、敬畏法制、敬畏专业、敬畏风险。我们需要积极作为，以寻找最合适的着力点来推动这一市场的建设。

综上所述，本书在理论分析框架之外，结合全球多个主要REITs市场的发展经验，充分论证建设中国REITs市场的意义，深入剖析中国公募REITs市场建设在税制、管理模式、定价等方面面临的具体问题及解题思路，为中国公募REITs的推出提供切实可行的意见和建议。特别难得的是，本书汇聚了学界和业界的多方观点、研究成果和实践经验，博采众长，全面反映了国内REITs最前沿的发展趋势。

最后，我们衷心希望本书能够有助于广大读者理解REITs，为肩负推进不动产各领域发展重任的读者提供一点帮助，为推动REITs在中国应用落地以及健康发展做出一些贡献。我们也期待更多REITs领域的研究和实践不断涌现，在监管部门与市场各参与方不忘初心的共同努力下，为中国经济的高质量发展发挥积极作用。

本书是北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs研究课题组的重要研究成果，是集体智慧的结晶。本书的四位主要作者是来自中国证监会的蔡建春博士，北京大学光华管理学院的刘俏教授、张峥教授，中联基金的周芊，需要说明的是，主要作者按照姓名的拼音首字母排序，他们对本书的贡献相同。除了四位主要作者之外，课题组成员包括：中国证监会的闫云松博士，中联基金的李艳、范熙武、彭超，北京大学光华管理学院的于嘉文、李尚宸、张思思、张骞，广州城发基金的李文峥，北京城市副中心城建集团的徐爽，他们参与了本书部分内容的写作。本书在创作过程中，得到了课题组成员刘晓蕾教授、杨云红教授、李博、朱元德等专家的支持，他们为本书的创作提供了灵感和思路。

特别感谢北京大学光华管理学院的厉以宁教授、徐宪平教授。厉教授对中国金融改革与REITs制度发展非常关心，极大地肯定了课题组的研究方向，厉教授的鼓励是课题组不断攻坚克难的动力。徐教授学养深厚、经验丰富，就基础设施投融资体制改革以及新型基础设施投融资，与课题组深度交流，提出了许多中肯的建议，推动了本书相关观点的形成。徐教授组织并带领课题组在长三角地区调研，并在其他地域的调研方面给予了巨大的帮助。

特别感谢国家发展改革委与中国证监会基础设施REITs联合调研小

组的各位专家：国家发展改革委投资司的韩志峰、王翔、王国庆、李泽正，中国证监会债券部的陈飞、刘榕、卢大彪、汪兆军、黄成，上海证券交易所的刘绍统、佘力、王建国、段东兴、姚远、陈红远、胡双力，深圳证券交易所的李辉、谭永晖、卞超、沈冰洁、郑雪晴、尚凯东，以及中咨公司的李开孟、徐成彬、罗桂连等专家，他们分别以不同的方式给予大量的指导和建议。

感谢中国资本市场与不动产金融领域的众多专家、学者：全国政协委员肖钢，北京大学光华管理学院的李克平教授，中国证券投资基金业协会的洪磊，国务院发展研究中心资产证券化REITs课题组的孟晓苏，香港交易所的毛志荣，湖南财信金控的胡贺波，广州越秀集团的张招兴、李锋，苏州工业园区的钱晓红、叶晓敏，招商银行的陈萍，菜鸟网络的郑海宁，上海临港集团的朱伟强，浙江沪杭甬高速的王德华，砂之船集团的徐荣灿，金杜律师事务所的方榕，戴德梁行的胡峰，普华永道的陈静、刘磊、康杰，中诚信集团的岳志岗、邓大为等，他们在中国REITs论坛以及课题研讨会上的真知灼见使我们受到许多启发。感谢众多国际REITs市场的专家：新加坡交易所的Simon Lim，东京证券交易所的Ko Oshima，美国全美房地产投资信托协会（Nareit）的William Stein，亚太房地产协会的Sigrid Zialcita，纽约大学房地产学院的Sam Chandan等，他们为本书写作提供了国际市场资料和许多有益的建议。

感谢中联基金的何亮宇、柯春欣、陈真、周浩宇、李宗霖、杨扬、张唯也、董威、徐赫、胡海若、李金荣、尹帅、赵思、朱婉琦、倪帆、朱丹、张正阳等各位同事，他们在国内外REITs业务操作和实践案例等方面给了我们诸多帮助。感谢戴德梁行的杨枝、陈逸欣，他们在REITs定价估值以及指数开发等方面与课题组有深入合作，并为本书的研究工作提供了数据资料。

感谢北大光华中国REITs先锋项目的校友们。REITs先锋项目是北大光华为中国REITs人才培养而设计推出的教育项目。在该项目的课堂上，各领域的专家与从业者，对中国REITs市场的重要问题、市场实践进行深入讨论，这种思想碰撞和建设性的互动，让我们对中国不动产金融有了更全面、深刻的理解。

特别感谢星光熠熠的光华教授和其他专家学者们，金李教授、陈玉宇教授、刘力教授、马化祥教授、张圣平教授、张影教授、马力教授、沈俏蔚教授、滕飞博士与课题组多次深入交流，提出了诸多宝贵建议，对本书写作给予了非常大的鼓励。

感谢蔡洪滨教授、冒大卫博士在课题工作中给予的巨大支持和帮助。感谢北大光华的同事徐峰、莫舒珺、张琳、齐敬茹、程艳艳、王奂然、晏琴、龚小艳、赵沫燕、陈晚宜、曾丽、池燕、赵鹏、闫雪、杜婧雅、高茜芸、王佳慧、方琛。这本书的顺利出版得益于她们多年的支持。尤其要感谢北大光华的同事王冬霞、柏甜雪。源自冬霞的精心筹划，课题组的主要成员在她的引荐下相识，一见如故，并因为共同的研究兴趣而达成合作；甜雪在课题组的调研安排、与出版社沟通协调等方面做了大量工作，本书的出版离不开她的热心帮助。北大光华金融专业的博士生何东良、徐声荣参与了数据搜集和资料整理工作，在此表示感谢。

感谢中信出版集团的大力支持以及专业建议。

导论

REITs是好金融

金融的本质是“中介”（intermediation），以简单、直接、有效的方式将储蓄转为投资，实现资金跨时间和跨空间的交换。人类社会有记载的金融历史可以追溯到7 000多年前。金融中介的形式变化万千，无论是商品货币时代，还是信用货币时代，无论是采用传统商业银行的“发起并持有模式”（originate and hold），还是采用证券化时代投资银行的“发起并销售模式”（originate and distribute），金融把处于不同空间和时间维度上的资金多余方和资金需求方连接起来的这个本质从来没有改变过。在人类文明漫长的演进过程中，金融也在不断发展变化。

中国金融的演进

1949年至今，中国金融体系走过了漫长的发展道路。70多年间，具有诸多中国元素、反映特定经济发展阶段和发展模式的中国金融在不断演进。中国金融的演进是动态、非线性的。以1953年开始实施的“一五计划”为标志，志在完成工业化进程的中国实行计划经济。在资本极度匮乏且与国际金融体系完全隔绝的情况下，中国需要一个能够广泛动员社会资金，集中金融资源并聚焦于基础设施、重工业和大项目的金融体系。于是，高度集中的单一人民银行体系逐渐演进成型。在这个体系里，中国人民银行既是集中统一经营全国金融业务的经济组织，又是国家金融管理和货币发行机构。虽然中间经历过多轮起伏，但这种集中、垂直管理的架构一直延续到1978年的改革开放。“大一统”的人民银行体系，体现了国家对金融的绝对控制，有利于国家集中相对稀缺的资金全力支持国家发展战略确定的重大发展领域，利用信贷杠杆推进工业化进程。但是在这种体系下，国家意志主导经济发展和金融的演进，个人信用和商业信用基本被国家信用所取代，金融实质上是变相的财政。

1978年开始的改革开放开启了中国在现代经济体系下以中国人民银

行为核心的现代金融体制的建立过程。在这个阶段，影响和形成中国金融中介模式最重要的因素是强调国家战略和市场经济相结合的中国发展模式。中国发展模式有几个突出的特点：一是通过政府对改革与开放的顶层设计，激发自下而上的个体或机构活力，中国庞大的人口和全球化市场使制造业快速崛起并扩张，涵盖诸多领域的制造业集群不断涌现——这一切使大规模生产和产业的崛起成为可能；二中国是积极参与全球产业链的分工布局，在这个过程中，顽强地从产业链的低端向中、高端挺进；三是从20世纪90年代中后期起，中国改革和经济发展的重心逐渐转向城市和国有企业，城镇化进程开始提速，基础设施建设和房地产投资逐渐成为经济增长的主要动能，以土地、房地产和基础设施为抵押的信用扩张带动了相关领域及其上下游投资的大幅上升，极大地推进了金融的发展，反映为金融资产规模和金融业GDP（国内生产总值）的迅速增长；四是持续的制度创新和相对稳定的宏观社会经济环境有助于经济发展。

中国发展模式本身的特点和中国经济的阶段性特征，再加上中国改革开放期间特有的制度环境，大体上决定了这个时期中国金融所采用的中介模式。1978年至今，中国金融体制改革和金融体系建设给中国金融带来翻天覆地的变化。中国的银行体系和非银行体系、金融市场、金融管理体制、宏观经济调控工具、与国际金融市场的交互关系等经历了巨大的变革，金融创新不断涌现，快速发展，逐渐成形。尤其是最近25年，在中国经济改革的重心从农村转向城市之后，以土地（房地产）和基础设施为抵押品，成为信用扩张的主要方式，为中国经济发展提供了大量的资金。房地产和基础设施具备的强大的信用创造能力极大地促进了投资的形成和经济的增长。

经过40年的变迁，具有清晰特色和阶段性特点的中国金融体系1.0基本成型。在这一过程中，中国金融展现出强大的聚集社会资金并投向经济建设的能力，为中国经济发展做出巨大贡献；但与此同时，中国金融也出现了中介效率不高（如融资难、融资贵）、金融服务覆盖面不足（如大量中小微企业和个人、家庭的金融服务需求得不到满足）以及金融结构不合理（如直接融资不足、过分倚重银行体系提供的信贷）等问题。

什么是好金融

并不是所有的金融都有助于经济和社会的发展。经济学和金融学研究提供了大量的实证证据，表明金融发展是有助于经济增长的。新古典经济学的理论也用大量模型证明，只要金融中介能够实现资金的合理、有效配置，更大的金融规模有利于更快的经济增长。然而，现实世界并非完美。金融中介需要降低资金供需两端因信息不对称、道德风险或其他原因所造成的“信任成本”。人类历史上一次又一次的金融危机反复提醒我们，我们需要的并不是规模更大的金融，而是更好的金融，而判断金融是好是坏的标准在于它能否有效降低金融中介的成本。

中国在1978年开启改革开放之后，正式开启了现代意义上的金融体系的建设。金融逐渐摆脱了计划经济体制下仅用于财政服务的简单形象，不断发展起来。中国金融体系为推动中国的工业化进程，实现年均近40%的固定资产投资率提供了大量资金。这段时间，中国金融业增加值占GDP的比重——国际上常用的衡量金融规模和重要性的指标——从1978年的2.1%增加到2018年的7.7%。中国这个指标的取值水平在2016年一季度末达到峰值9.5%。目前中国金融业增加值占GDP的比重已经超过美国1870—2010年这41年的平均水平6%，甚至高于2006年金融危机爆发前的7.6%。根据2017年省际层面的数据，上海和北京金融业增加值占GDP的比重均超过16.5%（上海为17.4%，北京为16.6%），高于世界公认的国际金融中心伦敦、纽约和香港，这三个国际金融中心的金融业增加值占GDP的比重都在14%左右。在中国A股市场3 500多家上市公司中，金融机构并不多，而且利润构成主要以上市的30来家商业银行为主。2018年A股所有上市公司的税后利润总额为36 774亿元，为数不多的上市金融企业贡献了其中的17 719亿元，占整个A股上市公司税后利润的48.2%。

必须指出的是，认为金融规模（金融资产规模或金融业增加值规模）越大越好，是我们对金融本质认知的最大误区之一。好金融的出发点在于降低将储蓄转换为投资这个过程中所产生的交易成本。在人类文明发展的过程中，金融以不同形式展现的底层逻辑似乎很复杂甚至晦涩，其最深层的动力始终是找到更好的中介以降低融资过程中产生的交易成本。金融创新，无论是新的金融产品、服务的推出，还是新的交易流程和运营方式的引入，抑或是新的组织形式的出现，如果最终能够降低金融中介成本，那么它们就能够更好地支持投资、创新和经济增长，就有可能历经岁月磨砺，成为被广泛接受的金融产品和服务、标准流程和标准操作、金融活动的组织形式及更广义的金融规范和标准的组成部分。如前所述，高质量的金融能够从金融中介的底层技术、金融活动的

组织形式、业务流程和规范、金融活动所需的制度基础设施建设等方面大幅降低金融活动的参与方的信任成本。进化并不一定意味着升级，如果不能有效降低金融中介成本，那么任何形式的金融演进都将毫无意义。

中国金融体系的最大短板

要客观评价改革开放后中国金融40余年的变迁，我们必须透过更长的时间维度，回归到金融演进的基本逻辑。需要指出的是，我们这个时代的金融在经历了40多年的高速发展后，还没有形成给信贷、资本、房地产、基础设施投融资等市场定价的“锚”，这是中国金融1.0最大的问题。没有市场化的定价机制，金融体系无法顺利履行价格发现功能，并以此为基础引导资源的有效配置。在这种背景下，金融的快速发展并不能对实体经济形成有效的支持，反而会带来宏观杠杆率不断攀升、杠杆结构不合理、金融中介链条过长、融资成本高居不下以及系统性金融风险汇聚等危及社会经济健康、可持续发展的断裂点。在中国经济从高速增长向高质量增长的转型过程中，中国金融必须对上述金融中介过程已经出现、正在固化的断裂点做出积极回应。

事实上，金融资产或实物资产的价格变动会对金融中介的顺利进行带来重大影响。如果金融市场具备价格发现功能，能准确反映与企业或资产相关的信息，那么通过市场交易形成的价格就具备引导资源有效配置的能力。然而，在现实生活中，资产价格大起大落。资产泡沫的出现和随后的泡沫破灭往往对实体经济和金融体系带来巨大的冲击。在理论层面，经济学家清泷信宏（Nobuhiro Kiyotaki）和约翰·摩尔（John Moore）于1997年在《政治经济学杂志》（*Journal of Political Economy*）发表的一篇论文构建了一个模型，分析实物资产或金融资产的价格变化如何影响实体经济。在他们的模型中，实物资产或金融资产被用来作为银行信贷抵押品，当资产价格发生变动时，实物资产或金融资产会影响到企业在银行的抵押品的价值，从而影响到企业从银行进一步获取融资的能力，这不仅损害实体经济，也损害金融体系的健康与稳定。这篇文章从理论层面阐释了金融资产或实物资产价格变动通过什么样的机制影响实体经济和金融体系。

清泷信宏和约翰·摩尔的研究给我们理解中国金融体系带来很大的启示。既然资产价格的大幅波动给实体经济和金融体系带来实质性伤害，

寻找到给资产定价的“锚”就应该是金融制度基础设施建设的重要组成部分。而中国金融体系目前最大的一个短板，正如前文论及，是缺乏给资产定价的“锚”。

以股票市场为例。我们的分析显示，中国股票市场严重缺乏给风险合理定价的能力。例如，2002—2018年这17年间，中国市场风险溢价的平均值为1.17%，即股票市场平均收益率只比无风险国债的收益率高不到1.2个百分点。中国A股市场的市场风险显然不止于此。在过去100多年，美国股票市场的市场风险溢价保持在6%左右。如果没有形成合理定价的能力，那么长此以往，那些优质、高成长的企业因为无法得到合理的估值而不能更好地成长，而大量经营状况恶劣、治理不佳的企业却利用扭曲的定价机制，通过制度寻租与财务造假，获取利益。市场上普遍存在的“逆淘汰”使中国资本市场很难发挥资源有效配置的作用。在这样的市场环境中，股票的价格往往不是由企业的基本面决定的，这势必造成股价的大起大落，给金融体系和实体经济带来严重伤害。

再以银行信贷为例。鉴于利率双轨制和刚性兑付的存在，再加上地方政府等的背书，国有企业在银行信贷可获得性和贷款成本方面都享有得天独厚的优势。金融体系在资金的配置方面不符合竞争中性的原则。根据我们对上市的民企和国企所做的分析，在同等情况下，金融机构给民营企业提供贷款时，平均贷款利率相较于国企会高出1.38个百分点。由于各种制度性障碍，中国的正规银行体系没有形成给信用风险定价的“锚”。这种信用定价上的“双轨制”的存在严重扭曲了信用风险定价，使正规银行体系难以实现合理配置信贷资源的功能。

推出REITs的意义

中国经济发展长期依靠房地产和基础设施投资。以房地产投资为例，1999—2018年，中国房地产投资增长超过30倍。2018年，中国房地产投资累计超过12万亿元，同比增幅达9.5%，较2017年的7%提高了2.5个百分点。以房地产和基础设施为抵押品，成为中国经济社会中信用扩张的主要方式。房地产和基础设施投资大多与地方政府密切相关，卖地收入更是地方财政收入的重要来源之一。然而，随着中国经济增长模式的转变，以土地、房地产和基础设施为抵押品的信用扩张难以成为中国经济未来进一步增长的发动机。从中长期看，急剧的人口老龄化使消费需求出现巨大变化，储蓄率下降，房地产价格和投资下降；随着城镇

化率的提升、产业结构的变迁和劳动力的重新配置，现有的产业投资、公共服务体系建设、房地产投资和城市基础设施投资急需优化配置。对于提升房地产、基础设施、公共服务体系等的投资效率，准确的价格信号极其重要。中国需要给房地产、基础设施和地方政府信用定价的“锚”，建立房地产市场、基础设施投融资市场和信用市场价格发现功能，引导资源有效配置。

哈佛大学著名经济学家爱德华·格莱泽（Edward Glaeser）和安德鲁·施莱弗（Andrei Shleifer）带领的研究团队2017年在《经济展望杂志》（*The Journal of Economic Perspectives*）上发表了一篇关于中国房地产市场研究的文章。[1]分析2000年人口普查数据和2000—2010年人均住房面积的增长数据，他们发现，在中国的地级市层面，人均GDP和人均住房面积增长之间存在非常显著的负相关关系。经济发展相对落后的城市（以人均GDP衡量）2000—2010年人均住房面积增长幅度更大，显示出更加激进的房地产投资；而经济相对发达的城市在房地产投资方面则不那么激进。显然，落后地区的地方政府把房地产投资作为经济增长的主要动能，同时也觊觎卖地带来的收入。经济欠发达地区没有足够的产业消化就业，吸引人口流入，造成高空置率。低效投资让中国的房价非常脆弱，而房价的起起落落给实体经济和金融体系带来巨大的风险。截至2017年，中国商品房的年销售面积已经接近17亿平方米，人均住房面积已经达到40.8平方米。房地产未来增量部分的增长空间比较有限，中国房地产市场正从增量时代转入存量时代。那么，怎样更好地盘活巨额的存量资产呢？

同样的情况也出现在基础设施投资领域。随着城镇化率的提升、产业结构的变迁和劳动力的重新配置，现有的产业投资、公共服务体系建设、房地产投资和基础设施投资急需优化配置。但是，如果对城市的人口规模和消费需求及其未来的动态变化没有合理认识，那么很可能会导致大量不合理的房地产或基础设施投资，带来金融资源的不当配置，而金融中介的低效率会导致金融体系的风险汇聚。在现在以及可以预见的未来，房地产和基础设施投资仍将是中国经济增长的重要动能，那么，怎样才能提升房地产和基础设施投资的效率？

按照金融学的基本法则，一项资产（金融资产或实物资产）的价值取决于它所能带来的未来现金流的净现值，即未来收益的净现值。REITs本质上是将成熟不动产物业在资本市场进行证券化；既具有金融属性，又具有不动产属性。通过发展REITs，可以把基础设施投资形成

的资产和房地产的存量部分，以及未来大量的增量部分作为底层资产，纳入市场化的资源配置体系中。通过对它们进行合理的估值、定价、发行、二级市场交易，实现价格发现功能。如果有一个比较活跃的二级交易市场，资本市场的价格发现功能就会被发掘出来，市场会对基础设施资产或房地产进行相对准确的定价，这就给中国的房地产市场、基础设施投融资市场提供了一个重要的定价的“锚”。提供定价基准之后，可以根据资产的内在价值，通过市场交易形成相对合理的定价，从而引导资源的有效配置。从这个角度讲，我们认为REITs是未来中国金融供给侧改革最重要的抓手之一。

要重塑我们这个时代的金融，我们需要新的金融发展范式。这不仅要求我们果断革新金融机构的商业模式和它们所提供的产品和服务，改变金融市场的形态以及金融监管体系，还要求我们升级金融思维，重新回归到千百年来已经形成的正确认知，坚守常识，在金融演进过程中涌现出的一般规律面前保持敬畏。要建设好金融，我们需要透过理性分析的视角去还原金融的本意，并以此为基础，重新定义并构建新一代的中国金融体系，找到破解“金融发展之谜”（即金融中介成本没有随金融大发展而降下来）的方案。REITs是创新金融产品，大力发展中国REITs市场正当其时！

内容概要

本书以市场功能的视角剖析了REITs对于现代金融体系的价值，结合全球市场的实践以及中国不动产投融资的现状，在中国金融改革的宏大背景下，系统、全面地阐述了中国REITs市场建设的必要性、紧迫性，探讨了中国REITs制度的发展路径，给出了中国REITs市场的建设方案。

本书第一部分介绍了REITs领域的基本概念，REIT市场在全球金融体系中的定位，REITs制度的发展进程和特征，论述了REITs在企业投资、融资、经营以及投资者资产配置等方面的功能与价值，探讨了REITs对国家宏观经济增长、货币政策实施的积极作用。第二部分用翔实的数据展示了全球REITs市场的行业规模、收益风险与流动性状况，并分别介绍了美国、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、欧洲以及印度7个国家和地区的REITs市场规模、发展历程和产品结构。

本书第三部分在中国经济发展的宏观背景下，就中国不动产投融资

体制的问题与挑战进行了深入分析，基于不动产融资市场在资金需求端和供给端面临的结构性错位，提出应用REITs，尤其是公募REITs来破题。该部分详细介绍了中国REITs制度的探索进程以及类REITs市场的发展情况，给出了中国公募REITs市场的发展路径以及制度设计要点。第四部分探讨了中国REITs市场建设的几个重要课题，提出了相应的解决方案，这些课题分别是税制、管理模式、估值定价以及投资者保护。

本书第五部分围绕基础设施、租赁住房、商业物业以及物流仓储等4种基础资产[2]，研究中国REITs市场的规模、意义、面临的挑战以及相应的对策。最后，在附录部分，本书选取了12个境内外经典案例，详细解读其发行背景、基础资产、产品结构以及创新意义，为中国境内REITs的发展总结经验。

以下是分章节的内容简介。

第一章介绍了REITs的定义、分类与特征，分析了全球REITs的发展进程，详解了REITs制度创新的理论逻辑。

第二章从企业和投资者角度出发，分析了REITs的功能与价值。通过各类不动产融资方式的对比、中外案例举证、文献梳理以及理论分析等，详细阐释了REITs对增强企业投融资能力、改善财务和经营状况、实现企业战略落地以及提升家庭资产配置水平的机理与特征。

第三章观察了全球各经济体中REITs出台的历史契机，揭示了REITs市场对宏观经济增长的推动作用，并进一步剖析了这种助力作用的原理。由于REITs具有汇聚社会资本、盘活存量、促进投资、开辟合理税源的作用，绝大多数经济体在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台REITs相关的法律法规。

第四章从市场规模、发展状况、市场表现、收益风险特征，以及流动性水平等方面描绘了全球REITs市场的总体画像。

第五章至第七章介绍了美国、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、欧洲、印度等REITs市场的概况、发展历程、制度特征以及产品结构，探讨了各国及地区经验对于中国境内类REITs和公募REITs的借鉴意义。

第八章论述了发展中国REITs市场的重大意义。当前，中国不动产领域整体步入以存量为主的时代，化解债务风险、有效配置和经营存量资产、提高投资效率与质量等，显得日益重要。与此同时，中国家庭财富总值快速增长，资产管理需求迅速提升，市场迫切需要更多类型的金

融产品，特别是与不动产资产相关的产品。REITs市场建设是短期流动性问题和中长期结构性问题的破题之作，对中国经济发展具有重要的意义。

第九章梳理了中国境内REITs市场的萌芽、起步到发展的历程，从发展的角度论证了现阶段推出REITs制度的可行性。基于成熟REITs市场所属经济体的经济总量与资本市场规模的可比测算，本书预估中国境内公募REITs市场规模将达到5万亿～14万亿元。

第十章对中国私募REITs（类REITs）市场进行了深度分析，阐释了类REITs市场的作用与意义，并对类REITs和公募REITs在产品结构、管理方式、退出方式、融资定价、收益分配等方面做了详细的对比分析。

第十一章详细论述了中国公募REITs的制度设计与实现路径，从收入结构、分配要求、税收待遇、杠杆率以及权益属性等五个维度提出了设计重点，同时给出了可选的三种路径。

第十二章对比了成熟REIT市场在税收上的制度设计，详尽分析了现行税收制度下，中国REITs设立、持有、退出环节的税赋情况，提出了关于中国REITs税收政策的具体建议。

第十三章从外部管理模式与内部管理模式的全球实践出发，结合中国境内类REITs的产品特点以及公募REITs的方案，为解决未来中国境内公募REITs面临的治理问题提供了可行方案。

第十四章介绍了REITs产品与基础资产的估值逻辑与具体方法。基于成熟REITs市场的实证研究结果，对其市场定价功能进行了总体评估。结合当前中国境内类REITs市场的估值实践与挑战，讨论了完善中国境内公募REITs市场定价机制的问题。

第十五章从市场监管的角度，针对REITs发行的事前、事中、事后三个阶段，分别讨论了与投资者保护相关的制度建设问题，包括产品的市场准入、参与主体的资质审核、投资者适当性管理，信息披露机制、存续期合规监管、投资者参与决策机制，以及违规追责与救济等。

第十六章通过对美国、澳大利亚和印度三国基础设施REITs及相关产品的分析，结合中国当前基础设施投融资体制的特点与问题，对中国基础设施REITs的规模进行了展望，并进一步提出了推进基础设施REITs工作的关注重点与建议。

第十七章在构建中国房地产长效机制背景下，探讨了中国发展租赁

住房REITs的意义、市场展望、面临的问题与解决之道。

第十八章和第十九章分析了以零售、酒店、写字楼等为底层资产的商业物业REITs，以及以物流仓储为底层资产的物流REITs。基于境外与境内的发行情况，对市场规模、公募发行的意义、市场建设面临的挑战与对策等进行了详尽探讨。

在附录中，本书选取了境内外REITs市场中具有代表性的12单REITs，包括中国境内发行的6单类REITs产品和在境外上市的6单标准化REITs产品。本书从发行背景、产品结构与特点、底层资产、管理模式、财务收益等方面对每一个案例进行了详细分析。

---

[1] Edward Glaeser & Wei Huang &Yueran Ma & Andrei Shleifer（2017）：A Real Estate Boom with Chinese Characteristics.

[2] 在多层结构化产品中，基础资产不同于底层资产；在单层结构化产品中，基础资产同底层资产。

第一部分

为什么会推出REITs制度



第一章

不动产投资信托基金

不动产证券化是把流动性较低、非证券形态的不动产资产，直接转化为资本市场上的证券资产的金融化过程。不动产投资信托基金是实现不动产证券化的重要手段，是通过发行收益凭证汇集投资者的资金，交由专业投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资收益及时分配给投资者的一种投资基金。

什么是REITs

REITs最早于1960年出现在美国，后于1971年出现在澳大利亚。在亚洲市场上，REITs于2001年出现在日本，其后于2002年出现在新加坡，紧接着在中国台湾和香港等地相继被推出。截至2019年6月，全球共有42个国家和地区出台REITs制度，全球公募REITs市场的总市值已经超过2万亿美元[1]。

根据法律载体的不同，可以将REITs分为公司型REITs和契约型REITs，公司型REITs在美国市场占主体地位，如西蒙地产REIT、美国电塔REIT等。公司型REITs在法律意义上以公司形态存在，公司的主业、红利发放等符合REITs条例的有关规定，因此获得了REITs的相关政策。公司型REITs的典型交易架构如图1.1所示。第一，公司型REITs符合REITs制度的要求，即公司为上市主体，通过发行股票、获取贷款等方式募资，其中REITs份额即为上市流通的公司股票。第二，在实际交易中，公司型REITs常采取伞形合伙式结构以获取税收及资本金补充优势，REITs以募集的资金出资成为经营性合伙企业的普通合伙人（GP），不动产企业以持有的不动产出资成为有限合伙人（LP），经营性合伙企业通过项目公司持有底层物业资产，在锁定期过后，不动产企业可以将经营型合伙单位（OP）转换为REITs份额或套现。第三，上市REITs需要符合上市规则和监管机构要求，由托管机构执行保管业务，收取保管费用。第四，公司型REITs通常采取内部管理模式，由REITs聘

用的内部管理团队进行资产管理。

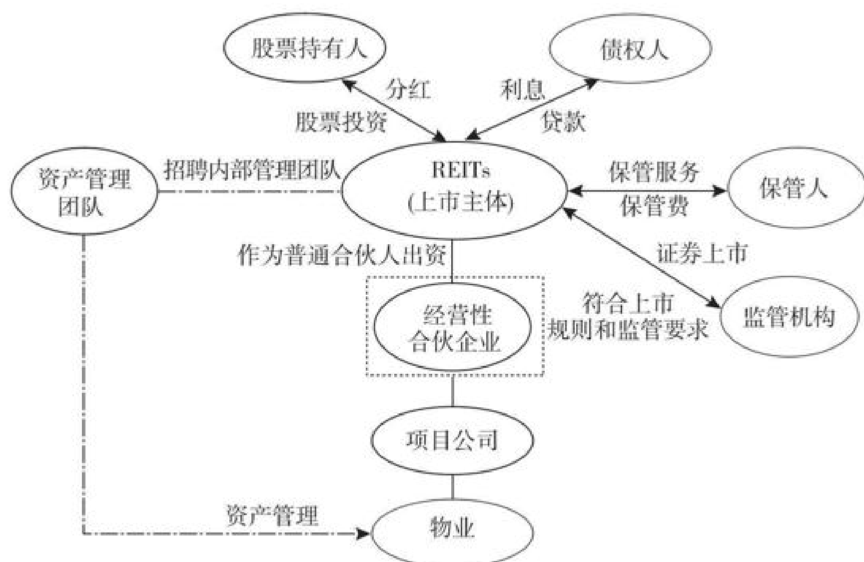


图1.1 公司型**REITs**的典型交易架构

契约型REITs以信托或基金为法律载体，在亚洲市场更为普遍，如新加坡凯德REIT、中国香港领展REIT等，其运作符合REITs条例的有关规定并通过发行信托凭证或基金份额来募集资金。契约型REITs的典型交易架构如图1.2所示。第一，契约型REITs符合监管要求，以REITs为上市主体，由投资者和发起人持有REITs份额，信托份额持有人、受托人、资产管理人直接签署契约，形成信托法律关系。第二，契约型REITs的发起人为持有基础资产的不动产企业，相关资产通过特殊目的载体（SPV）设立REITs，发起人为保留相关资产的控制权、促进信托的发行，通常持有一定比例的REITs份额。第三，信托受托人以信托方式持有REITs资产，是REITs资产的名义持有人。第四，通常由外部第三方管理机构担任REITs的资产管理人，负责REITs资产的管理和运营，包括已有资产的管理、资产的收购与处置、现金管理与分红派息、资产相关的信贷等。第五，由物业管理人进行REITs底层资产的日常运营与管理，如租赁推广、收取租金、建筑及设备管理维护、卫生安全等。

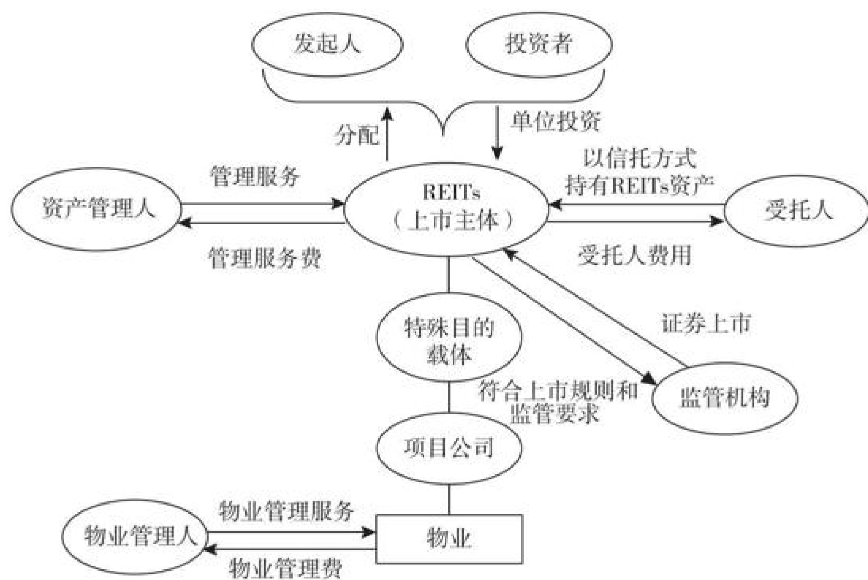


图1.2 契约型REITs的典型交易架构

根据投资方式的不同，REITs可以分为权益型REITs、抵押型REITs和混合型REITs。其中，权益型REITs投资底层不动产资产并拥有其所有权，通过资产经营取得收益，其收益来自租金和不动产的增值。权益型REITs是REITs的主要类型，占全球REITs总市值的90%以上。抵押型REITs向不动产所有者或开发商直接提供信贷资金，或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资，其主要收益来源为贷款利息，因此抵押型REITs资产组合的价值受利率影响比较大。混合型REITs既购入、持有并经营不动产，又向不动产所有者和开发商提供信贷资金，是上述两种类型的混合。

REITs的投资领域十分广泛，包括商业写字楼、零售物业、酒店、公寓、仓储物流、医疗保健、主题公园、体育馆等传统REITs投资领域，以及种植园、监狱、学校建筑等创新型REITs投资领域。机场、港口、收费路桥、电力设施、通信铁塔、数据中心等稳定、具有较高收益率的基础设施也越来越多地被各个国家及地区的REITs所应用。我们通常将商业写字楼、零售物业、酒店、公寓、仓储物流等物业资产称为持有型物业。根据REITs的基础资产类别，可以将REITs分为商业物业REITs、基础设施REITs、租赁住房REITs、物流REITs等。

REITs是一种满足特定制度要求的金融产品。经过多年的发展，全球REITs产品形成了六个典型的特征，我们通常将具有这些特征的REITs

产品称为标准化REITs，这些特征具体包括：

- REITs的主要投资标的是成熟的不动产资产，以不动产产生的长期、稳定的现金流作为主要收益来源。
- 对REITs投资经营产生的收益实施强制分红政策，即REITs的可分配利润应高比例地分配给投资者。
- REITs制度是税收驱动的，具体表现为在REITs层面进行所得税免除，以及在REITs制度形成过程中实施一定的税收优惠政策。
- 以公开募集与上市交易的REITs产品为市场建设的标志，同时给予私募REITs足够的发展空间。
- REITs通常实行主动管理模式，其产品价值依附于专业管理人对不动产资产的专业管理与合理投资决策。REITs的管理既具有金融属性，又具有不动产属性。金融属性体现在REITs的增资扩股、债务融资、并购与处置、投资者关系等，不动产属性体现在不动产投资策略、资产管理、客户管理等。
- 为保障REITs持有人的分红权益并降低运作风险，REITs在负债方面表现出一定程度的节制，一些国家及地区的REITs制度通过制定REITs杠杆率上限来约束其债务融资行为。

如图1.3所示，根据风险和回报的关系，不动产基金投资策略通常可分为核心型、增值型、机会型三种。核心型投资策略风险最低，通过稳定、长期的现金流来获益；增值型投资策略风险较高，通过对不动产进行翻新、重新定位寻求资产的增值；机会型投资策略对不动产进行大规模的投资和改造以寻求收益，风险最大。REITs采取典型的核心型投资策略，为被动型投资工具，其主要收益来源是长期、稳定的租金。部分REITs（特别是私募REITs）参与资产的重新定位和开发，在不动产低估值时期收购物业并进行翻新，但各个国家及地区的REITs制度往往对高风险的REITs策略加以限制，如新加坡要求REITs处于开发阶段的资产比例小于10%，英国和德国要求REITs 75%以上的资产与收入要和不动产租赁直接相关，确保REITs采取核心型投资策略，风险处于较低水平。

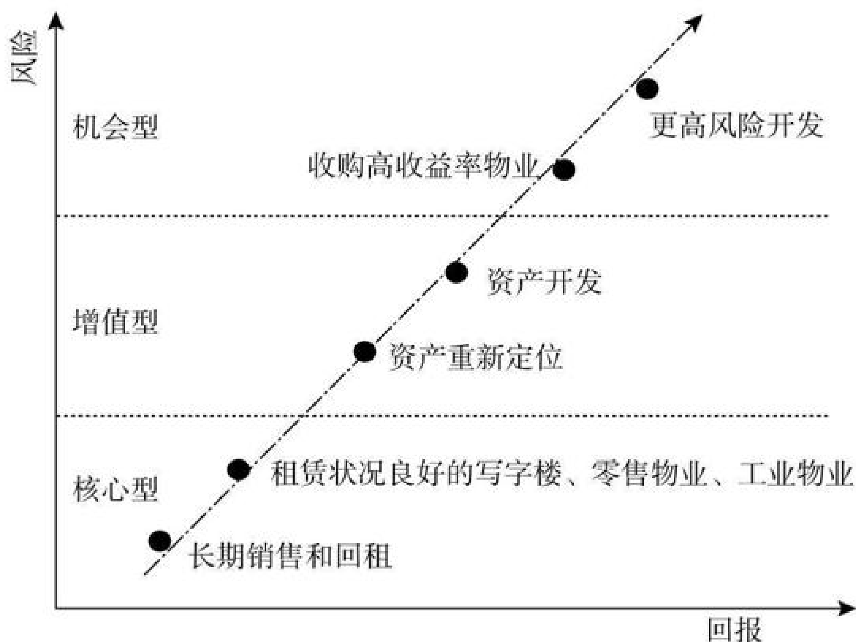


图1.3 不动产基金的三种投资策略

在全球金融体系中，REITs是不动产金融的重要支柱。举例来说，截至2019年6月，美国REITs市场（包括私募REITs市场）总规模达到3万亿美元，超过美国商业不动产贷款的总规模2.3万亿美元，以及商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）的市场总规模2.8万亿美元。[2]图法诺（Tufano,1995）指出，金融产品创新背后的主要驱动力有两个，其一是满足全社会的金融需求，完善金融体系的功能，其二是降低金融交易成本。这一理论可以解释REITs制度的产生和发展。一方面，不动产项目的建设和运营需要大规模的资金支持，具有巨大的融资需求；另一方面，社会闲置资金也需要有适当的投资机会。如何用低成本和高效率的方式将资金的供给方和需求方连接，是金融服务业需要解决的核心问题。交易标的现金流的不确定性与信息不对称是金融交易中产生交易成本（信任成本）的重要原因，金融中介（间接金融）和金融市场（直接金融）都对此问题提出了自己的解决方案。

在间接金融体系中，商业银行作为中介机构，承担降低信息不对称、识别风险和管理风险的职能，以债权的方式提供融资。不动产资产（特别是持有型物业和基础设施）投资体量巨大，风险特性多样，生命周期和投资回报周期长。如果不动产融资大部分由商业银行体系承担，业务内生存在期限错配、流动性错配和信用错配，将不动产资产的风险

聚集在银行的资产负债表上，宏观上势必会增大整个金融体系的风险。因此，从长期来看，商业银行体系只能部分解决不动产的融资需求。

直接金融的思路在于，创造出理想的金融产品，通过市场交易来连接投融资双方。在金融市场，为识别和管理风险，降低信息不对称的影响，产品设计遵循的理念包括：使资金端与资产端能够实现风险匹配、流动性匹配；采取专业管理和主动管理。在不动产项目的生命周期中，投资者面临的投资风险和信息不对称风险在不同阶段显著不同，开发期的投资风险和信息不对称风险相对较高，成熟期的投资风险和信息不对称风险相对较低。相对于仍处在开发阶段的不动产，成熟不动产资产以现金流为基础，透明度高，不容易产生估值分歧。REITs是直接金融体系的金融产品，处于不动产项目的成熟期，在资本市场将不动产资产产生的大规模、长期、相对稳定的现金流证券化。REITs的强制分红、避免二次征税保障了投资者到手现金流与不动产资产经营的强相关性。在此过程中，风险匹配体现在用权益型REITs来证券化有风险的永续现金流，对接长期资金；流动性匹配体现在公开募集和上市，满足投资者的流动性需求。

REITs可以理解为不动产资产的IPO（首次公开募股），它是不动产全生命周期融资中的重要一环，给前期投资以退出可能与流动性安排。REITs是不动产资产持有者的资本运作工具，可以通过盘活存量资产、优化资本结构、实现经营战略目标来创造价值。REITs大大降低了不动产资产的投资门槛，拓展了投资者的投资渠道，为投资者提供了高质量的资产配置工具。REITs为不动产行业提供金融支持，促进不动产行业高质量发展，为经济增长提供动能。REITs可以提升金融体系的风险分担能力。

制度的共性与个性

从制度的角度看，REITs的本质是符合特定制度要求的金融产品，是为满足特定金融需求而设计的制度安排。1960年美国国会修改《国内税收法典》（Internal Revenue Code），标志着REITs正式诞生。从REITs在世界范围的发展来看，其发展进程大致分为四个阶段：

第一阶段，1960—1990年。这一阶段只有美国、荷兰、澳大利亚等少数几个国家出台了与REITs相关的法律法规，但并不健全，REITs主要被用于不动产行业的被动型投资，没有发挥其真正的价值。截至1990

年年末，世界范围内只有58只公开交易的权益型REITs，总市值约56亿美元。

第二阶段，1991—1998年。1986年，美国国会通过了《税收改革法案》（Tax Reform Act），一方面，放松了对房地产投资信托基金的诸多限制，允许REITs经营和管理房地产投资，另一方面，给予REITs税收方面的优惠，为REITs日后的蓬勃发展提供了坚实的制度保障。20世纪90年代，REITs在美国市场开始爆发式发展。杠杆率日益增大的房地产企业产生了利用REITs进行融资的需求，提升了风险控制标准的保险、追求不动产市场收益的共同基金等对REITs有着很强的配置意愿，投资者对REITs产生了浓厚的兴趣。在美国经验的带动下，比利时、巴西、加拿大、土耳其等国家相继引入REITs制度，实现REITs在全球范围内的初步发展。

第三阶段，1999—2007年。REITs先后在亚洲、欧洲实现爆发式发展。1999—2003年，伴随着亚洲金融危机的爆发，以及各个国家和地区不动产市场的不景气，新加坡、日本、韩国、中国台湾、中国香港陆续引入REITs制度，REITs在亚太市场蓬勃发展。21世纪初，欧洲经济的低迷推动欧洲国家引入REITs制度，法国、英国、德国、意大利在2003—2007年陆续出台了REITs方面的法律法规，至此，REITs成为世界主要发达国家及地区均采纳的制度，其REITs市场建设也越发成熟。

第四阶段，2008年至今。金融危机爆发后，REITs的价值在世界范围内得到认可，越来越多的国家，特别是发展中国家开始推出REITs制度，非洲的肯尼亚、南非，西亚的巴林、沙特阿拉伯，南亚的印度、越南等国家均出台了与REITs相关的政策和法规。截至目前，中国、柬埔寨、加纳、印度尼西亚、马耳他、尼日利亚、波兰、瑞典、坦桑尼亚等国家都在进行REITs政策研究，考虑早日引入REITs制度。

截至2019年9月，全球共有42个国家和地区出台了REITs制度，其推出REITs制度的标志性法规及对应时间见表1.1。

表**1.1 42**个国家和地区推出**REITs**制度的标志性法规及对应时间

国家/地区	出台时间（年）	标志性条令	国家/地区	出台时间（年）	标志性条令
美国	1960	《国内税收法典》	德国	2007	《不动产投资信托基金法》（Real Estate Investment Trust law）
荷兰	1969	《财政税收机制》（Fiscale Beleggings Instelling）	泰国	2007	《资本市场交易信托法》（Trusts for Transactions in the Capital Market Act）
波多黎各	1972	《新波多黎各国内税收法典》（Internal Revenue Code for a New Puerto Rico）	立陶宛	2008	《集体投资企业法》（Law on Collective Investment Undertakings）
比利时	1990	《1990年12月4日比利时法》（Belgian Law of 4 December 1990）	巴基斯坦	2008	《REIT监管框架》（REIT Regulatory Framework）
巴西	1993	《联邦法》（Federal Law）	哥斯达黎加	2009	《基金管理公司和投资基金通则》（the General Regulations of Fund Management Companies and Investment Funds）
加拿大	1994	《所得税法》（Income Tax Act）	芬兰	2009	《第24.4.2009/299法案》（Act 24.4.2009/299）
土耳其	1995	《资本市场法》（Capital Markets Law）	菲律宾	2009	《国家法案第9856号》（Republic Act No. 9856）
新加坡	1999	《不动产基金指引》（Property Fund Guidelines）	西班牙	2009	《11/2009法案》（Act 11/2009）
希腊	1999	《希腊法律2778/1999（不动产投资公司）[Law 2778/1999（REIC Law）]》	匈牙利	2011	《不动产投资公司法案》（Act on Real Estate Investment Companies）
日本	2000	《投资信托和投资公司法修正案》（The Amendment to the Investment Trust and Investment Corporation Law）	爱尔兰	2013	《财政法案》（Finance Act 2013）
韩国	2001	《不动产投资公司法案》（Real Estate Investment Company Act）	肯尼亚	2013	《2013年6月18日第116号法律公告》（Legal Notice NO. 116 of June. 18. 2013）
马来西亚	2002	《不动产投资信托基金指引》（Guidelines on Property Trust Funds by the Securities Commission）	南非	2013	《税收法案的修正与约翰内斯堡证券交易所上市要求》（The Amendment of the Tax Legislation and the JSE Listing Requirements）
法国	2003	《财政法案第11条》（Article 11 of the Finance Act）	智利	2014	《基金管理和个人基金组合第20712号法》（Law No. 20712 on Administration of Funds and Individual Funds Portfolio）
中国台湾	2003	《不动产证券化条例》（Code on Real Estate Securitization）	印度	2014	《房地产投资信托守则REITs》[SEBI（Real Estate Investment Trusts）Regulations]
中国香港	2003	《不动产投资信托基金守则》	越南	2015	Techcom REIT IPO
保加利亚	2004	《特殊目的投资公司法案》（Special Purpose Investment Companies Act）	巴林	2016	《不动产管理法》（The Real Estate Regulatory Law）
墨西哥	2004	《所得税法》（Mexican Income Tax Law）	沙特阿拉伯	2016	《不动产投资信托基金指引》（REITs Instructions by Board of the Capital Market Authority）
英国	2006	《财政法案及相关规章》（Finance Act and subsequently issued regulations）	阿曼	2018	《资本市场管理局第2/2018号决定》（Decision No. 2/2018 by Capital Market Authority）
意大利	2006	《第296/2006号法》（Law No. 296/2006）	葡萄牙	2019	《第19/2019号法令》（Decree - Law No. 19/2019）
阿联酋	2006	《第5号投资信托法》（The Investment Trust Law No. 5）	澳大利亚	—	时间跨度大，无明确起始法令出台时间
以色列	2006	《税收条例第64A2-64A11条（Sections 64A2-64A11 of the Israeli Tax Ordinance）》	新西兰	—	时间跨度大，无明确起始法令出台时间

资料来源：全美房地产投资信托协会，《2019年欧洲公共房地产协会全球不动产投资信托调查》（EPRA Global RETT Survey 2019）。

根据安永发布的《全球展望2018：REITs报告》，目前有12个国家和地区建立了较为完善的REITs制度，包括美国、加拿大、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、新西兰、英国、法国、德国、比利时、荷兰。这12个REITs制度较为完善的国家和地区的具体制度安排见表1.2。

表1.2 全球REITs制度较为完善的国家和地区的具体制度安排

	美国	澳大利亚	新加坡	日本
主体性质	公司	单位信托、合股式信托	单位投资信托	信托或公司，实际均为公司
是否强制上市	非强制	非强制	强制	非强制
大股东持股比例	至少100个股东；前五大股权占比不得超过50%	—	至少25%的份额由500个以上的股东持有	若上市，前十大股权占比少于75%，前十大股权以外由超过1 000个股东持有
投资不动产的资产占比	75%	主要进行合格的不动产投资	75%	至少70%投资不动产资产；至少95%投资不动产或与之相关的资产
来自不动产的收入占比	至少75%来自不动产出租或抵押贷款利息；至少95%来自不动产相关资产	—	90%	—
分散化要求	—	—	—	—
投资行为禁止	拥有应税子公司（TRS）的股份不得超过总资产的25%；禁止拥有发行方证券超过10%的份额或自身5%的总资产	—	不允许以任何形式参与房地产开发	不得拥有其他企业超过50%的股份
杠杆率	—	超过60%后，税盾效应减弱	45%	—

	美国	澳大利亚	新加坡	日本
利息倍数	—	—	—	—
融资渠道限制	—	—	—	只能向合格的机构投资者贷款
租金收入分配比例	90%	通常100%，否则收税	90%	90%
资本利得分配比例	—	通常100%，否则收税	—	90%
REITs租金收入税负	分红部分免所得税	免印花税，免所得税，但不分红部分按最高税率征税	10%的房产税，免印花税，分红部分免所得税	1.4%的房产税，5.3%的营业税，分红部分免所得税
REITs物业出售税负	分红部分免所得税	免印花税，免所得税，但不分红部分按最高税率征税	免所得税	有印花税，分红部分免所得税
投资者租金收入分红税负	所得税（不同投资者比例不同）	企业30%，个人47%	机构投资者缴17%，个人投资者免税	所得税（不同投资者比例不同）
投资者物业出售分红税负	所得税（不同投资者比例不同）	企业30%，个人47%（本国个人投资者按50%折扣）	机构投资者缴所得税17%，个人投资者免税	所得税（不同投资者比例不同）
投资者售出REITs利得税负	资本利得税	企业30%，个人47%（本国个人投资者按50%折扣）	免税	与分红相同的税率

	中国香港	英国	法国	比利时
主体性质	单位信托，可通过特殊目的载体持有资产	符合要求的公司	股份公司、有限合伙	有限责任公司、有限合伙

	中国香港	英国	法国	比利时
是否强制上市	强制	强制	强制	强制，IPO 至少 30%
大股东持股比例	—	单一股东持股比例不得超过 10%	非分支机构的大股东持股比例不得超过 60%；表决时，持股比例在 2% 以下的小股东占比要在 15% 以上	—
投资不动产的资产占比	要求主要投资于不动产；若 REITs 产品名称中涉及某类不动产，则总资产中该类不动产的占比不得低于 70%	不低于 75%	要求主要投资于不动产	主要进行不动产资产管理
来自不动产的收入占比	—	不低于 75%	—	—
分散化要求	—	至少 3 处不动产，每处不超过总资产的 40%	—	每处不超过总资产的 20%
投资行为禁止	投资不得超过总资产的 10%；不得投资闲置土地	不得投资开发成本超过收购成本 30% 的不动产	投资不得超过总资产的 20%	可以进行开发，但 5 年之内不得售出；不得向第三方贷款
杠杆率	45%	—	—	65%
利息倍数	—	来自不动产的利润至少是利息的 1.25 倍	—	1.25

	中国香港	英国	法国	比利时
融资渠道限制	—	—	税法降低利息费的税盾作用	限制抵押贷款的比例
租金收入分配比例	90%	90%	95%	80%
资本利得分配比例	参照发行说明书	无要求	60%	无要求，但 4 年内必须再投资
REITs 租金收入税负	差饷（即土地税）、印花税，直接拥有不动产缴房产税，间接拥有特殊目的载体缴利润税，从特殊目的载体得到的股利免税	免不动产租金的所得税，住宅不免	不免公证费等，免所得税	合格的不动产收入免税，不免财产税
REITs 物业出售税负	印花税、利得税	3 年以上出售，免税，不免印花税、土地税	不免印花税，免所得税	合格的不动产利得免税，不免移转税
投资者租金收入分红税负	免税	所得税，住宅免税	所得税（企业、个人）	企业征所得税，个人征所得税
投资者物业出售分红税负	免税	所得税	所得税（企业、个人）	企业征所得税，个人征所得税
投资者售出 REITs 利得税负	免税	资本利得税	所得税（企业、个人）	企业征利润税，个人免税

	加拿大	德国	荷兰	新西兰
主体性质	单位信托	股份公司	有限责任公司、开放式共同基金	单位信托、公司、组合投资实体（PIEs）
是否强制上市	强制（封闭式且加拿大不动产比例超过80%）	强制，IPO至少25%	非强制	非强制
大股东持股比例	至少150个份额持有人	单一股东不得直接拥有超过10%的股份	若上市，单一企业持股不超过45%，个人不超过25%；若不上市，个人投资者至少持有75%且单一不超过5%	PIEs有要求，至少20个持有人且单个持有份额不超过20%
投资不动产的资产占比	90%	75%	只能进行被动不动产组合投资	90%（PIEs）
来自不动产的收入占比	至少75%来自不动产租金、处置或利息；至少90%来自不动产租金、处置或利息及股息、转售等	75%	—	90%
分散化要求	—	—	—	—
投资行为禁止	—	不得进行不动产交易（5年内卖出）	不允许进行不动产开发	不得拥有其他公司或信托超过20%的份额

	加拿大	德国	荷兰	新西兰
杠杆率	—	股权至少占不动产的55%	不得超过不动产资产的60%、其他资产的20%	—
利息倍数	—	—	—	—
融资渠道限制	—	—	—	—
租金收入分配比例	通常为100%	95%	100%	无，但高额征税
资本利得分配比例	通常为100%	50%	—	—
REITs租金收入税负	分红部分免税，否则按最高税率征税	免所得税	免所得税	分红部分免税
REITs物业出售税负	只有50%的部分应税，且50%的损失可抵扣未来的利得	免所得税，不免交易税	免所得税，不免交易税	视情况决定是否征税
投资者租金收入分红税负	所得税	所得税	所得税（企业、个人）	所得税
投资者物业出售分红税负	所得税	所得税	所得税（企业、个人）	所得税
投资者售出REITs利得税负	所得税	所得税	企业征利润税，个人免税	所得税

资料来源：《欧洲公共不动产协会2019全球RETTs调查》。

在这些国家和地区REITs市场建设的实践中，REITs制度在某些方面具有明显的共性，又在某些方面具有差异性，这些共性构成REITs制度的核心层，而差异性表明各个国家和地区结合自身经济、不动产市场和金融市场状况，因地制宜地发展REITs制度。从共性层面看，各个国家和地区的REITs制度都具有的要求包括：

第一，对REITs的收入与资产结构的要求。尽管具体的规定方式不同，但各个国家和地区的REITs制度无一例外地对REITs的经营活动进行了限制，要求REITs投资于成熟的不动产资产，以不动产产生的长期、稳定的现金流作为主要的收益来源。美国、英国、加拿大、新加坡、德国等国家均设定了REITs的不动产占总资产的最低比例、来源于不动产

的收入占总收入的最低比例；澳大利亚、法国、中国香港等国家和地区则以是否主要进行“合格不动产投资”作为税收优惠的前提条件；各个国家和地区还对REITs进行房地产开发、短期交易、持有其他公司股票等加以限制，以确保REITs持有的底层资产的成熟与优良属性。

第二，对REITs收入进行强制分配的要求。上述12个REITs制度较为完备的国家和地区均做出了有关收入强制分配的规定，美国、新加坡、英国等国明确规定，租金等一般性收入的分红比例不得低于90%，澳大利亚、加拿大等国则对不分红的收入部分按最高税率征税，以确保REITs向投资者分红。利润的强制分配制度保障了不动产产生的长期、稳定的现金流能够流入投资者手中，降低了投资者的投资风险。

第三，在REITs层面实施税收优惠政策。各个国家和地区的REITs制度均是税收驱动的，对基于不动产长期、稳定的现金流所产生的一般性收入，在REITs层面进行所得税的免除。12个建立了较为完善的REITs制度的市场，几乎均保持了税收中性原则，免除REITs的租金收入等一般性收入的所得税，避免投资者入手的现金流被双重征税。此外，各个国家和地区的相关税收政策并未对不动产买卖和租赁中的交易税、印花税、财产税等常规税种进行大量减免。

除了上述REITs制度的核心层，还存在一些被大多数国家和地区所采用的较为普遍的制度，它们也是REITs制度的重要组成部分。

第一，以权益型REITs为发展重点。在各个国家和地区的REITs制度实践中，REITs往往具有浓厚的权益属性。一方面，对于投资者来说，其持有的通常是基金份额或公司股权，以REITs所获利润的分红作为主要收益来源，与债权有着明显的区别。另一方面，REITs实体主要投资于成熟的不动产产权，只有少部分抵押型REITs投资于房地产抵押贷款等债权。根据全美房地产投资信托协会对美国REITs市场市值的统计，截至2017年年底，抵押型REITs的市值占比仅为6%，权益型REITs的市值占比高达94%。

第二，公开募集与上市交易。各个国家和地区的REITs制度均以要求REITs公开募集、强制REITs上市交易为主，但美国、澳大利亚、日本等国均给予私募REITs足够的发展空间，允许REITs进行非上市交易。根据全美房地产投资信托协会的统计，全球REITs总市值中，超过70%为上市交易的REITs。非上市交易的REITs中，有一部分是因各种原因退市的REITs，还有一部分拟孵化为公开上市的REITs，参照上市REITs的制度要求进行运作和管理，与上市交易的REITs紧密相关。非上市REITs与

公募REITs制度体系需要密切结合、相互推进，由公募REITs提供流动性与退出手段，由非上市REITs孵化或进行退市安排。

第三，杠杆率限制。不同国家和地区对REITs的杠杆率限制存在差异，如新加坡、中国香港均要求REITs的杠杆率不超过45%，英国、比利时对利息覆盖率规定了1.25倍的下限，而美国、日本等国未对REITs的杠杆率做出限制。REITs设定杠杆率的主要目的在于避免收入主要用于利息的偿付，降低股东或份额持有人与债权人之间的利益冲突，保障股东或份额持有人的权益。

第四，关于物业增值部分的分配和税收政策。不同国家和地区对于REITs物业出售的增值部分采取不同的分配政策和税收政策，如美国、新加坡未对物业出售的增值部分设定强制分配的要求，而日本、加拿大则规定了很高的强制分红比例。

第五，投资者层面的税收优惠政策。大多数国家和地区在REITs税收制度的实践中秉持着税收中性原则，REITs主体无须缴纳所得税，但是否在REITs投资者层面实施税收优惠政策是一个重要的外延问题。为了促进REITs市场的发展，中国香港对REITs投资者的股利和利得免税，新加坡对个人投资者免税，澳大利亚则对本国的个人投资者给予部分税收折扣。

---

[1]　根据全美房地产投资信托协会（NAREIT）统计，截至2019年6月，全球共有39个国家推出REITs制度。由于强制分配宽松程度、属地原因等，全美房地产投资信托协会未纳入智利、立陶宛、波多黎各3个国家和地区，但欧洲公共房地产协会（EPRA）认可其REITs制度。本书综合了全美房地产投资信托协会和欧洲公共房地产协会的统计数字。

[2] 资料来源：全美房地产投资信托协会、美联储。

第二章

价值创造：企业与投资者的视角

企业价值创造的核心逻辑在于提高投资资本回报率，降低资本成本，同时实现业务持续增长。对从事不动产开发、投资和运营的企业来说，在企业经营过程中常常面临的重要问题包括：如何有效地募集不动产开发建设所需的资金？如何快速回笼资金，提高资产周转率，以支持后续的规模化开发？如何充分挖掘持有型物业或基础设施资产的运营价值？而对于持有存量不动产资产的非不动产企业而言，如何提高存量资产的使用效率，补充资本金，突出核心主业，则是它们面临的重要问题。

资产配置是投资者在构建投资组合以实现财富管理目标过程中的重要决策。不动产是十分重要的一类大类资产，相对于其他大类资产，不动产具有固定性、耐久性、独特性、长期稀缺性等特点，因而具有独特的投资价值。如何利用针对不动产资产的投资，提升资产配置的有效性，在收益性、风险性和流动性三方面达成更为恰当的平衡，是投资者常常面临的问题。

金融体系的核心功能是投融资功能，金融市场是企业投融资和资源整合的平台，在企业的价值创造过程中发挥着重要的支撑作用，同时也为投资者提供了资产管理工具。REITs市场是不动产投融资体系的重要组成部分，对于企业增强投融资能力、改善财务和经营状况、实现企业战略落地以及进行投资者的资产配置具有重要价值。

REITs的融资功能

在企业经营的诸多决策中，基于业务模式选择适合的融资方式并做出有效的融资决策，无疑是重要问题。企业与融资相关的财务行为有两种，一种是增量融资，另一种是盘活存量。[1]增量融资是指通过银行贷款、发行债券或增资扩股等方式为企业的经营活动融入资金，表现为企业资产负债表的扩张。盘活存量则是指通过永久或暂时出售的方式，将

存量资产转变为资金，以支持企业的经营活动。

由于土地、房地产以及基础设施的物理和商业属性，其是金融体系中创造信用的重要基础资产。我们可以看到，在相对成熟的金融体系中，已经形成一系列与不动产资产相关的金融产品与服务，其中包括不动产抵押贷款、不动产抵押债券、私募不动产基金、不动产商业信托、不动产抵押贷款支持证券（抵押贷款支持证券、商业房地产抵押贷款支持证券）、不动产收益权支持证券（收益权资产支持证券）、REITs等，可以服务企业的多元化金融需求。

基于持有的存量不动产资产，企业可以选择的融资产品包括不动产抵押贷款、不动产抵押债券、抵押贷款支持证券、商业房地产抵押贷款支持证券、收益权资产支持证券、REITs等。表2.1列出了几种常见的企业不动产融资产品。其中，不动产抵押贷款（或不动产抵押债券）以不动产资产为抵押品，通过借贷或发行债券的方式，直接为不动产项目的开发建设或企业的其他经营活动提供增量资金。通过抵押贷款（债券）融资属于增量融资，将提升企业的负债水平。抵押贷款的信用主体是贷款发行人（企业），而不动产资产是企业债务融资的增信工具。

表**2.1** 企业不动产融资产品

融资产品	不动产抵押贷款	抵押贷款支持证券	收益权资产支持证券	REITs
产品性质	贷款	债权证券化产品	收益权证券化产品	公募权益类投资产品
底层资产	—	物业抵押贷款	物业运营收益权	持有型物业、基础设施
资产出表	×	×	×	√
破产隔离	×	×	×	√
本息偿付	期间付息还本	期间付息并部分还本，到期偿还剩余本金	期间付息还本	强制分红比例，无须还本
融资效率	按抵押率，约为不动产估值的60%～70%	超额抵押，约为不动产估值的40%～60%	由现金流折现决定，与估值无关	与估值相关，提供充足资金
融资期限	较短	较长	较长	永续载体
财务效果	融资，增加负债	融资，增加负债	未来收益提前变现，可能增加负债	融资，部分资产实现真实出售
资金用途	依约定，通常有项目限制	通常不能用于土地购置或住宅开发	不能用于土地购置或住宅开发	无限制

抵押贷款支持证券、商业房地产抵押贷款支持证券、收益权资产支持证券和REITs均源于资产证券化市场的创新与实践，其主要理念在于通过证券化将不动产相关资产转变为标准化的金融资产，吸引更广泛的投资者参与投资，通过提升产品流动性和透明度，以及结构化设计来降低融资成本。抵押贷款支持证券和商业房地产抵押贷款支持证券的基础资产是金融企业的不动产抵押贷款，金融企业通过抵押贷款支持证券和商业房地产抵押贷款支持证券出售其信贷资产，本质上属于实体企业抵押贷款的二级市场，从理论上并不直接向实体企业（不动产资产的原始权益人）提供增量资金。抵押贷款支持证券和商业房地产抵押贷款支持证券依赖于原始权益人的主体信用，用于增信的不动产资产抵押物仍然存在于原始权益人的资产负债表上，也就是我们通常所说的，抵押贷款支持证券和商业房地产抵押贷款支持证券不具备出表功能。不动产收益权资产支持证券的基础资产是企业持有的不动产运营收益权，通过资产证券化，企业将未来一段时期收益权所产生的现金流提前变现，属于盘活存量资产，理论上不直接向企业提供增量资金。收益权资产支持证券运作过程中不涉及不动产资产所有权的变动，发行资产支持证券的主体

通常也不是资产的原始权益人。

从上一章的分析和总结中我们可以看出，各个国家和地区的REITs制度均要求权益型REITs主要投资于成熟的不动产资产，以不动产产生的长期、稳定的现金流作为主要的收益来源。抵押型REITs的主要投资标的是抵押贷款支持证券。此外，各个国家和地区还对REITs进行房地产开发、短期交易等加以限制。因此，占市场主流的权益型REITs是将企业持有的低流动性不动产资产通过证券化转变为高流动性的金融资产，实现全部或部分出售。REITs的融资功能并不体现在直接为企业提供增量资金，而是体现在将存量资产变现来缓解企业的资金压力。相对于直接出售资产，在REITs市场出售资产权益，一方面可以降低由于资产缺乏流动性而带来的估值损失，另一方面可以保有决定整体资产控制权是否转移的选择权。REITs通过真实出售对应基础资产，起到资产出表的作用，不会为企业积累负债，增加企业杠杆率。REITs融资的资金所得无用途限制，可以更广泛地投入企业运营。

与工商企业类似，我们也可以从生命周期的视角将持有型不动产项目划分为土地开发、建设、运营培育、资产成熟等发展阶段。对于不动产的开发、建设与投资来说，每个阶段的风险、收益性和透明度均存在一定的差异。相对来说，投资者在项目早期面临的风险较大、透明度低、预期收益也较高，在项目后期，风险较低、透明度高、预期收益也较低。基于风险与收益相匹配的金融原理，在不动产项目的每个阶段，完备的金融体系将用特定的金融方式引导不同性质的资金来支持各阶段项目的发展。在开发、建设和培育阶段，由私募基金（开发基金、建设基金等）和银行贷款提供资金；当项目培育成熟后，形成稳定现金流，在REITs市场公开“上市”。REITs市场为持有的成熟期的资产提供长期资本，前期投资可以选择在REITs市场退出，资产的原始权益人回笼资金，可用于后续开发。

REITs市场为不动产企业形成“开发→培育→退出→开发”的投融资闭环提供了可能性。不动产项目在REITs市场的估值水平是评价项目开发质量与运营质量的重要标尺，估值较高的项目将会为未来的同类项目吸引更多的前期投资。因此，作为不动产资产定价的“锚”，REITs市场对于提升不动产投资的投资效率，优化资源配置至关重要。

新加坡凯德集团是充分应用多层次资本市场进行价值创造的一个典型案例。截至2018年年底，凯德集团管理的总资产约为5 000亿元，共拥有17只私募基金和5只REITs，其中约54%的总资产通过私募基金与

REITs持有，形成了开发型与持有型物业并重的商业模式。其中，私募基金可具体分为开发型私募基金与持有型私募基金。开发型私募基金，如凯德置地中国住宅基金，主要投资于开发阶段的住宅类项目；而持有型私募基金，如凯德零售物业中国孵化基金，则主要投资于培育期的商业物业，在将项目培育成熟后，通过向REITs出售实现退出，打造完整的项目闭环。资本工具的使用吸引了大量包括主权基金、养老金、保险金等在内的长期社会资本的参与，使凯德集团的负债率大幅降低，净负债率由2000年年初的近90%下降至2018年年末的28%，企业投融资环境大幅改善。在私募基金与REITs资本的运作下，凯德集团的运营和盈利能力大幅提升，总资产收益率由2000年年初的不足2%提升至2018年年末的5%以上。图2.1展示了凯德集团的运作模式。包括私募不动产基金和REITs在内的资本运作链条的运用，是新加坡凯德集团能够快速扩张，持续开发优质不动产，成为亚洲最大的房地产集团的重要原因。

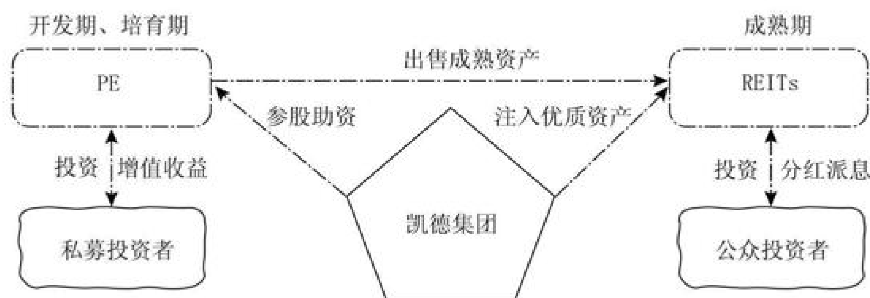


图2.1 凯德集团“PE＋REITs”运作模式

对于非不动产企业而言，REITs同样具有重要意义。不动产在企业资产结构中占有较高的份额，REITs将企业所持有的成熟不动产证券化，为企业经营提供资金，同时起到补充资本金、降低财务杠杆的作用。对于金融机构而言，在《巴塞尔协议III》和各个国家和地区监管政策的要求下，资本金是包括银行、券商、保险公司等在内的各类金融机构抵御风险、扩大业务及市场规模、获取竞争优势的根基和关键。REITs能够扩充企业、金融机构的资本金补充渠道，对股权IPO、股权再融资、公司债、可转债等传统融资方式形成有力补充，在特定市场环境中为企业形成有效的资本支持。中国台湾的多家金控集团均以旗下自持的写字楼为基础资产发行REITs，如2005年3月台湾第一只上市REITs富邦一号，其基础资产包括富邦人寿大厦、富邦中山大厦，富邦人寿保险、富邦商业银行、富邦证券公司为其主要租户。2014年4月，中信启

航以位于北京和深圳的两座中信证券大厦作为基础资产发行中国境内首只类REITs，总发行额为52.1亿元，实现净利润20多亿元，可以计入核心净资本，起到了为中信证券补充资本金的重要作用。从2013年开始，整个金融体系的资金面趋紧，融资成本上升，资本市场再融资趋严。在此环境下，REITs为金融机构盘活存量不动产，扩充融资渠道，补充资本金提供了新的选择。

不动产资产常常是连锁零售、物流等行业企业的重要生产要素。在不动产通过REITs证券化后，企业可以通过回租等方式继续使用相关资产，在不影响企业经营的同时，改善企业融资环境，促进企业的战略转型和发展。如表2.2所示，REITs已经成为苏宁集团的重要融资工具。苏宁集团5年来多次发行REITs，总规模超过150亿元，涉及零售店面、生活广场、物流仓储等多种基础资产，实现从线下零售到“O2O”（线上到线下）的转型升级。其中，2014年12月、2015年6月、2018年6月，苏宁集团分别将核心城市的11家、14家、14家线下零售店面作为基础资产发行REITs，发行总额分别为43.95亿元、33.35亿元、34.92亿元。REITs对苏宁集团降低融资成本，改善现金流，提升资产质量和融资能力具有重要作用。以2014年12月至2015年6月苏宁云商发行的云创一期与二期项目为例，两期项目的总发行额达到75亿元，接近苏宁云商长期贷款与长期债券总余额的90%，而融资成本仅为6.17%与5.6%，低于同期银行贷款6.3%的利率上限。同时，11家零售门店的估值在REITs发行时大幅提升，使苏宁云商税后净利润提升近20亿元，扭转了主营业务亏损的不利局面，提升了股权收益率（ROE）水平，增强了后续在资本市场中的融资能力。凭借REITs形成的资本金通路，苏宁集团充分开发其线下优质零售店面的融资能力，帮助企业在保留物业使用权的前提下将既有物业变现，凭借其获得的大量资金缓解互联网电商业务融资能力不足的问题，为苏宁集团未来运营模式转型和O2O战略的实施提供了重要支持。

表**2.2** 苏宁集团发起的**REITs**融资项目

发起时间	项目简称	发行人	基础资产	发行规模（亿元）
2014 年 12 月	中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	苏宁易购	11 家零售店面	43.95
2015 年 6 月	中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	苏宁易购	14 家零售店面	33.35
2016 年 12 月	平安苏宁广场资产支持专项计划	苏宁置业	成都苏宁生活广场	16.80
2017 年 6 月	中信华夏苏宁云享资产支持专项计划	苏宁易购	6 个物流仓储物业	18.47
2017 年 12 月	苏宁广场 2017 年资产支持专项计划	苏宁商通	连云港苏宁广场等	19.50
2018 年 6 月	华泰佳越－苏宁云新一期资产支持专项计划	苏宁电器	14 家苏宁门店物业	34.92
2018 年 11 月	深创投中金－苏宁云创资产支持专项计划	苏宁电器	11 家苏宁门店物业	49.20

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

企业的战略工具

不动产企业的经营模式和投融资体制紧密相关。在房地产行业，追求资金快速周转的快速销售模式，特别是散售模式使物业资产的管理难度加大，经营水平难以提升，租金回报率较低，不利于资产升值；而持有型物业的经营模式，旨在通过合理的运营实现资产的保值与增值，获取持续性的稳定现金流收入。然而，在持有型物业的经营模式下，企业长期面临着资产负债表期限和风险错配的财务问题，从资产端看，商业地产投资额大，资金占用和回报周期长，从项目开发到实现较高的租用率及稳定、可持续的租金收入至少需要3～5年的时间，是典型的重资产运营；而从负债端看，不动产项目如果以债务融资，特别是银行贷款融资为主，那么将与信贷市场环境紧密关联，融资的不确定性大、成本较高，由于贷款期限往往较短，在资产培育成熟之前就须偿还，对企业的现金流造成巨大压力。基础设施项目存在同样的问题，基础设施项目一般具有投资周期较长、投资规模较大等特点，在缺乏有效退出机制的情况下，企业及其他社会资本的前期投资风险较大。

REITs的存在，使不动产企业在经营模式的选择方面更具灵活性，可以根据自身条件和商业环境来选择散售模式、持续性经营模式，或两

者并重的经营模式。企业以存量资产发行REITs，能够在不增加债务的情况下收回前期投资，在整体上提升财务健康状况；企业可以以REITs管理人或服务商的身份参与资产管理和运营，充分挖掘物业资产的运营价值，实现轻资产经营；企业还可以选择以持有REITs的方式保有资产的控制权，将REITs作为轻重资产分离的工具。

全球不乏应用REITs市场打造完整业务模式，实现企业战略落地的案例。越秀集团是中国最早尝试应用REITs进行轻资产运营的企业之一，在商业地产领域，2005年越秀房地产投资信托基金（简称越秀REIT）在香港联交所上市，逐渐形成越秀地产与越秀REIT双平台运作的“开发＋运营＋金融”的全链条模式（见图2.2），上市企业越秀地产进行拿地、开发和前期运营，之后将已在地产平台上证券化的项目注入越秀REIT，进行二次证券化，项目售出利润能够形成核心利润，在实现重资产剥离的同时，依然保留相关物业的控制权。2018年，越秀地产持有越秀REIT约53%的份额，越秀REIT持有的8项出租性商业物业达97万平方米，实现收入20.3亿元，而越秀地产直接持有的出租物业仅为81万平方米，实现收入6.9亿元。

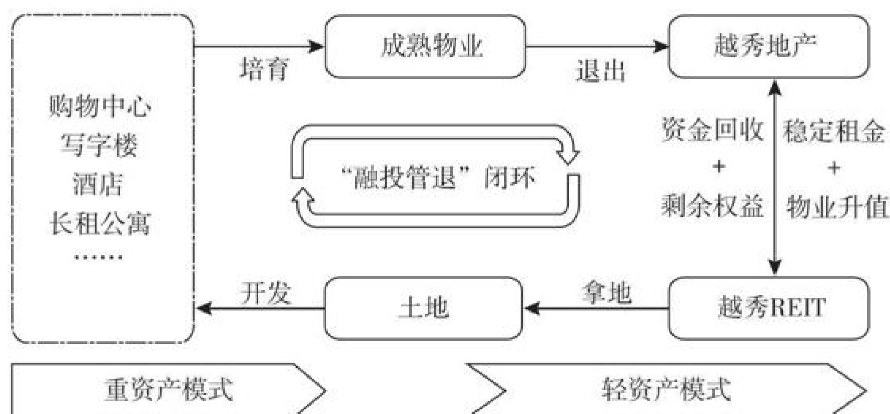


图2.2 “越秀地产-越秀REIT”运作模式

成熟的REITs市场为企业战略转型升级提供新选项，改变传统企业自建、自持不动产的重资产运营模式，使企业向专业化的服务企业发展。20世纪80年代，在石油危机的影响下，信贷市场环境恶劣，高杠杆、高负债的传统运营模式无法支持酒店业巨头的持续扩张和发展。1993年10月，万豪集团将所有酒店资产剥离给万豪酒店REIT，使企业资产负债表大大瘦身，新的万豪集团则专注于为其旗下连锁酒店提供经

营和管理服务，最终发展成为全球最知名的酒店管理公司之一。日升老年人社区中心（Sunrise Senior Living）目前是美国规模最大的养老社区运营商之一，运营美国、加拿大、英国超过300家养老社区，为客户提供全方位的个性化养老生活服务。21世纪初，在多年持续扩张后，自持养老社区资产，兼顾物业业务和管理业务的日升连年亏损，高额的财务费用和高杠杆率无法支撑其后续发展。2010年，日升将58个养老社区资产出售给芬塔（Ventas）REIT；在2012年，日升将其全部股权和业务以130亿美元的价格一并出售给Health Care REIT，以60%的交易溢价退市。此后，Health Care REIT对日升进行资产重组，自持原有物业重资产，将管理业务80%的份额以6亿美元出售给KKR（科尔伯格·克拉维斯），以实现日升的轻资产运营，转型为专业化的养老社区服务商。仅16个月后，加拿大养老社区服务商Revera Inc.以24亿美元收购KKR的持有份额，KKR实现4倍的投资收益。在上述资本运作过程中，REITs的出现大幅增加了原有资产在并购市场中的流动性，合理的资产和利益切分为原有资产的价值再发现提供了可能，在轻资产运营模式下，原有企业的经营活力被进一步激发，为自身和社会创造更大的价值。

抗通胀与普惠资产配置

个人、家庭或组织的财富管理问题是整个生命周期中消费和投资的权衡问题。根据生命周期理论，个人、家庭或组织可以通过金融市场实施储蓄或反储蓄行为，使其在整个生命周期中的总消费能力比较平滑地分配到每个阶段，以提升整个生命周期内总的消费满意度。由于未来资产价值以及收入水平都是不确定的，财富的跨期配置就是在给定财富主体的投资目标、风险偏好与承受能力、流动性偏好的条件下，将资金在不同资产大类之间进行配置的过程。

资产配置是个人、家庭或组织做出财富管理决策的重要环节之一。对于投资组合而言，资产配置是影响长期投资业绩的最关键因素。布林森（Brinson）等（1991）的研究指出，资产配置对于投资组合收益率变动的影响超过90%，远超证券选择、时点选择等因素。[2]伊伯森（Ibbotson）等（2000）的研究进一步表明，对于不同投资组合收益率的差异，资产配置的影响超过40%；对于投资组合收益率的绝对水平，资产配置的影响接近100%。[3]常见的大类资产包括现金、股票、债券、外汇、金融衍生品、大宗商品、不动产及实物资产等。单类资产无

法满足投资者的全部投资需求，优化投资者各类资产配置结构的基础在于市场能够提供优质的金融产品。不动产是十分重要的一类大类资产，基础资产包括土地、附着在土地上的建筑物和基础设施等。杜斯韦克（Doeswijk）等（2014）的研究表明，在全球市场的投资组合中，不动产这一大类资产的市值占比达到5%。[4]REITs是与不动产资产紧密相关的金融资产，抗通胀性和与其他资产的弱相关性，使其成为资产配置中不可或缺的优质资产类别。

REITs是优质的抗通胀资产

与股票、债券等传统大类资产相比，不动产具有强大的抗通胀能力。早在1977年，法玛（Fama）等的研究发现，在美国市场，不动产是最重要的抗通胀工具，能够对冲预期和非预期通货膨胀的影响。[5]后续众多学者的研究均验证了这一观点，阿娜日（Anari）等（2010）计算发现，不动产价格与非不动产商品和服务价格之间的费雪效应为1.08，即不动产收益率的变化与预期通货膨胀率的波动之间几乎为1 ：1的关系。[6]在其他市场，察萨隆尼斯（Tsatsaronis）等（2004）年根据17个国家和地区的市场数据，发现通货膨胀率对不动产收益率的影响是决定性的，从长期看对不动产收益率变动的影响超过60%。[7]不动产能够抵抗通胀的内在逻辑在于，在高通胀时期，货币的超额供给会增强以不动产为基础资产的信用扩张，居民名义收入的增长也会提升不动产的购置需求，从而提升不动产价格。

REITs是与不动产资产密切相关的重要金融产品，REITs制度的各项要求保障其具备良好的风险收益特征，具有良好的资产配置价值。REITs直接投资于租金收入稳定的不动产项目，租金合同往往根据通胀情况进行调整，强制分红制度保障了投资者收益的稳定性，而底层资产的价格也具有抗通胀属性。REITs较低的波动性同时受短期固定租赁契约和房地产长周期影响，回报和风险介于债券与股票之间（见表2.3）。作为单一投资品种，REITs为希望投资于不动产的投资者提供了几乎完美的替代途径，相对于直接进行不动产投资，REITs有着更高的流动性、更低的交易成本和交易门槛。作为标准化、透明的金融产品，REITs的投资者保护机制完善，可以降低投资者的投资成本。上市交易的REITs具有良好的流动性，已经开发了一系列指数和ETFs（交易型开放式指数基金）产品，为投资者的交易提供了巨大便利。

表2.3 债券、REITs、股票风险收益特征的对比

	债券	REITs	股票
收益率	固定，较低	较高	可变
下行风险	下行保护	相对低波动	下行风险
增长性	无增长	稳定，中低增长	具有增长潜力
β值	无β系数	低β值	高β值

对于投资者而言，REITs有着十分可观的长期收益。过去10年，美国、欧洲、日本、新加坡、中国香港、澳大利亚REITs指数的复合年化收益率分别达到16.4%、11.3%、13.0%、9.5%、20.1%、14.4%，高于同期各股票市场的收益率。若考虑通货膨胀的影响，过去10年，美国、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港REITs指数的季度平均收益率均超过2%，具有很强的抗通胀能力。

REITs具有较高的配置价值

通过把不同风险和相关资产组合在一起，在不改变平均投资收益的情况下使风险相互抵消，从而使财富主体提高投资收益的确定性。风险相互抵消所带来的波动性降低是资本市场不多见的真正的“免费午餐”之一。

REITs有着出色的风险分散属性，可以帮助投资者优化投资组合的有效边界，改善投资组合的整体表现，使之成为股票、债券和现金之外的第四个大类资产配置类别。不动产REITs的基础资产非常广泛，不仅包括写字楼、零售物业、酒店公寓、厂房货仓、医院、养老院等，还包括机场、港口、输电塔、管道、数据中心等基础设施。美国权益型REITs与标准普尔500指数、巴克莱资本美国综合债券指数之间的相关系数分别为0.58、0.19，远低于1，能够有效分散投资风险。由于REITs产品的基础资产具有显著的地域差异，相对于股票，REITs是投资者分散地域性风险更有效的工具，有利于投资者进行跨地区的资产配置。美国REITs市场与英国、日本、澳大利亚REITs市场之间的相关系数分别为0.67、0.29、0.59，低于美国股票市场与英国、日本、澳大利亚股票市场之间的相关系数。

在金融市场中，按投资主体的性质，可将投资者分为机构投资者和

个人投资者。机构投资者是在金融市场进行投资活动的法人机构，包括保险公司、养老基金、共同基金、主权投资基金、捐赠基金等。个人投资者则以自然人的身份在金融市场进行投资活动。

对于个人投资者而言，直接购买不动产对收入和财富水平有着很高的要求，具有很高的购买门槛。REITs降低了不动产投资的参与门槛，为居民的财产性收入提供大类资产，使中低收入家庭参与不动产资产配置成为可能，充分体现了金融的普惠性。普惠性是金融发展的重要目标，其内涵在于有金融投资需求的社会各阶层和群体都能以可负担的成本进行适当、有效的金融投资，使普通的个人投资者也能享受国家经济与不动产市场发展的红利。

对于机构投资者而言，全球家庭财富和可投资资产的增长为资管行业创造了巨大的需求缺口，也要求资管市场能提供更多类型的金融产品，形成差异化、全序列的投资产品线，更好地匹配不同投资者的风险偏好，满足其投资、收益需求以及流动性需求。REITs的特征和风险收益属性与保险金、养老金等投资期限长、风险偏好稳健的机构投资者的需求十分吻合，对该类投资者具有重要的资产配置价值。对于作为第三支柱的个人养老金等投资期限长、风险偏好稳健的基金，以优质不动产为基础资产的公募REITs能够提供长期、稳定、可靠的现金流，并实现不错的回报，满足该类资产的投资需求，缓解养老金亏空的压力。安全性、流动性和一定的收益率要求是保险金投资的重要特征，在确保保险机构对投保人进行赔付的同时，克服利率风险及通货膨胀风险，使自身能在投资活动中收取一定比例的管理费用。REITs的性质与保险金的投资需求十分匹配，保险金能够通过直接购买上市REITs，作为有限合伙人参与REITs的设立，直接购买以REITs为投资标的的公募基金等多种方式实现REITs的资产配置。

---

[1] 在这里，盘活存量也可表述为存量融资。存量融资的表述比较直观，但不严谨，原因在于有观点认为，融资一词特指增量资金的融入。

[2] Brinson G.P.，Singer B.D.，Beebower G.L.Determinants of Portfolio Performance II：An Update[J].Financial Analysts Journal，1991，47（3）:40-48.

[3] Ibbotson R.G.，Kaplan P.D.，Does Asset Allocation Policy Explain 40，90，or 100 Percent of Performance?[J].Financial Analysts Journal，2000，56（1）:26-33.

[4] Doeswijk R.，Lam T.，Swinkels L.The Global Multi-Asset Market Portfolio，1959-2012：[J].Financial Analysts Journal，2014，70（4）:9-9.

[5] Fama E. F.，Schwert G. W.Asset Returns and Inflation[J].Journal of Financial Economics，1977，5（2）:115-146.

[6] Anari,J.Kolari.House Prices and Inflation[J].Real Estate Economics，2010，30（1）:67-84.

[7] Tsatsaronis K.，Zhu H.What Drives Housing Price Dynamics：Cross-Country Evidence[J]. BIS Quarterly Review，March，2004.

第三章

宏观经济转型与政策工具功能

纵观全球REITs的发展历程，各个国家和地区推出REITs的契机往往与自身的经济周期有着密不可分的关联，绝大多数在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台REITs相关的法律法规。REITs制度的出台契机与经济周期之间的关联绝非偶然，REITs市场建设对于宏观经济发展有着重要作用，能够帮助经济体摆脱低迷，走出危机，为经济发展提供新动能。

REITs制度出台的历史契机

为了充分认识各个国家和地区推出REITs的历史契机和当下的经济周期，需要将各个国家和地区REITs法规的出台时间和所处的经济形势、历史机遇有机结合在一起。我们以重要REITs制度出台的年份为节点，将各个国家和地区REITs制度出台前6年的经济发展数据和形势进行归纳，如表3.1所示。在所统计的国家和地区中，仅有比利时、希腊、保加利亚、阿联酋、以色列、越南6个经济体量较小的国家在经济走势强劲的时期出台REITs制度，其余国家和地区均在经济低迷或出现经济危机时推出REITs。具体来看，在经济走势不佳时推出REITs可分为三种不同的情形。

第一，较为发达的国家和地区在经济长期低迷时推出REITs。例如，1960年，美国修改《国内税收法典》，推出REITs之前经历了1956—1959年的经济低迷；1994年，加拿大REITs制度出台之前经历了自1990年起长达4年的经济低迷；20世纪90年代末，日本在REITs制度出台之前，经济陷入低迷甚至呈负增长；法国、德国、意大利在REITs制度出台之前都经历了21世纪初欧洲经济不景气的时期；2008年的金融危机之后，匈牙利和爱尔兰同样经历了经济的长期衰退，随后出台了REITs制度。

表3.1 各个国家和地区REITs制度出台时的经济形势

国家/地区	出台时间 T（年）	$T-6$（%）	$T-5$（%）	$T-4$（%）	$T-3$（%）	$T-2$（%）	$T-1$（%）	T（%）	经济形势	经济形势描述
美国	1960	−0.6	7.1	2.1	2.1	−0.7	6.9	2.6	危机	自1956年起，经济不景气，1958年GDP同比下降10%
荷兰	1969	3.6	8.3	8.6	2.7	5.3	6.4	6.4	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
比利时	1990	2.5	1.7	1.8	2.3	4.7	3.5	3.1	强劲	经济快速增长
巴西	1993	3.6	0.3	3.2	−4.2	1.0	−0.6	4.9	危机	1990年开始出现经济危机，1990年GDP同比下降4.2%
加拿大	1994	4.4	2.3	0.2	−2.1	0.9	2.7	4.5	低速	自1990年起，经济长期低速
土耳其	1995	0.3	9.3	0.9	6.0	8.0	−5.5	7.2	危机	经济剧烈波动，1994年GDP同比下降5.5%
新加坡	1999	11.5	10.9	7.0	7.5	8.3	−2.2	6.1	危机	经济高速增长但增速下滑，1998年，受危机影响，呈现负增长
希腊	1999	−1.6	2.0	2.1	2.9	4.5	3.9	3.1	强劲	经济快速增长
日本	2000	1.0	2.7	3.1	1.1	−1.1	−0.3	2.8	低速	自1997年起，经济陷入低速
韩国	2001	9.6	7.6	5.9	−5.5	11.3	8.9	4.5	危机	1998年，受金融危机影响巨大，但强势反弹
马来西亚	2002	10.0	7.3	−7.4	6.1	8.7	0.5	5.4	危机	1998年危机后反弹良好，但2001年经济增速仅为0.5%
法国	2003	2.3	3.6	3.4	3.9	2.0	1.1	0.8	低速	自2000年起，经济陷入低速
中国台湾	2003	6.1	4.0	6.7	6.4	−1.3	5.6	4.1	危机	2001年，中国台湾出现经济危机
中国香港	2003	5.1	−5.9	2.5	7.7	0.6	1.7	3.1	危机	1998年，受经济危机影响，自2000年起，经济陷入低速
保加利亚	2004	4.9	−0.5	5.0	3.8	5.9	5.2	6.4	强劲	自2000年起，经济快速增长
墨西哥	2004	5.2	2.8	4.9	−0.4	0	1.4	3.9	危机	2001年，陷入经济危机
英国	2006	3.7	2.5	2.5	3.3	2.4	3.1	2.5	平稳	经济运行平稳
意大利	2006	3.7	1.8	0.2	0.2	1.6	1.0	2.0	低速	2001年以来，经济较为低速
阿联酋	2006	12.3	1.3	2.5	8.8	9.6	4.9	9.8	强劲	自2003年起，经济快速增长
以色列	2006	8.8	0.1	−0.2	1.1	5.0	4.1	5.7	强劲	自2003年起，经济快速增长
泰国	2007	3.4	6.1	7.2	6.3	4.2	5.0	5.4	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
德国	2007	1.8	0	−0.7	0.7	0.9	3.9	3.4	低速	自2002年起，经济较为低速
巴基斯坦	2008	3.1	4.7	7.5	9.0	5.8	5.5	5.0	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
立陶宛	2008	6.8	10.5	6.6	7.7	7.4	11.1	2.6	减速	经济高速增长，2008年受金融危机影响，开始下滑
哥斯达黎加	2009	4.3	4.3	3.9	7.2	8.2	4.7	−1.0	减速	经济高速增长，2008年受金融危机影响，开始下滑
芬兰	2009	2.0	3.9	2.8	4.1	5.2	0.7	−8.3	减速	经济较快增长，2008年受金融危机影响开始下滑
菲律宾	2009	5.0	6.7	4.8	5.3	6.6	4.2	1.1	减速	经济高速增长，2008年受金融危机影响开始下滑
西班牙	2009	3.2	3.2	3.7	4.2	3.8	1.1	−3.6	减速	经济较快增长，2008年受金融危机影响，开始下滑
匈牙利	2011	4.4	3.9	0.4	0.9	−6.6	0.7	1.7	低速	自2007年起，经济持续低速，2009年出现经济危机
爱尔兰	2013	5.2	−3.9	−4.7	1.8	3.0	0	1.7	低速	自2008年起，经济持续低速
肯尼亚	2013	6.9	0.2	3.3	8.4	6.1	4.6	5.9	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
南非	2013	5.4	3.2	−1.5	3.0	3.3	2.2	2.5	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
智利	2014	3.6	−1.6	5.6	6.1	5.3	4.0	1.8	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
印度	2014	3.9	8.5	10.3	6.6	5.5	6.4	7.4	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
越南	2015	5.4	6.4	6.2	5.2	5.4	6.0	6.7	强劲	经济高速增长
巴林	2016	4.3	2.0	3.7	5.4	4.4	2.9	3.2	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
沙特阿拉伯	2016	4.8	10.3	5.4	2.7	3.7	4.1	1.7	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
阿曼	2018	9.1	5.1	1.4	4.7	5.0	−0.9	2.1	减速	2017年经济出现衰退，呈负增长
葡萄牙	2019	−1.1	0.9	1.8	1.9	2.8	2.1	1.7	平稳	经济平稳运行

资料来源：彭博（Bloomberg）。

第二，增长较快的新兴经济体面对突然出现的经济危机出台REITs制度。经济危机的特点体现在，快速发展的经济体受到迅速而猛烈的冲击，GDP增速在一年内大幅下跌，如1990年的巴西经济危机、1998年的亚洲经济危机、2008年的全球经济危机等。许多国家和地区在经济危机之后推出REITs制度，包括1994年的巴西，亚洲金融风暴后的新加坡、韩国、中国香港和马来西亚，以及2008年全球经济危机后的西班牙、芬兰、哥斯达黎加等。

第三，经济高速增长的发展中国家，在增速放缓后出台REITs制度。部分发展态势良好的发展中国家，在REITs制度出台前保持了5%以上的经济增速，但明显呈现逐渐放缓的趋势，REITs的推出为这些国家经济的持续增长提供了新的动能，助力其经济进一步转型升级。典型的例子包括泰国、巴基斯坦、肯尼亚、印度等正在高速发展的发展中国家。

以上现象告诉我们，REITs的推出与各个国家和地区的经济发展形势有着密切的关联。国家和地区的经济发展态势是政策制定者决定是否推出REITs的重要考量因素，在经济陷入低迷、遭遇经济危机或需要持续发展的新动能时，国家和地区往往有更强的动力推出REITs。

不动产市场受REITs影响最大，REITs市场的建设同样与各个国家和地区不动产市场的发展状况息息相关。以重要REITs制度出台的年份为节点，各个国家和地区在REITs制度出台前6年的不动产市场增长数据和趋势如表3.2所示。其中，只统计了能够获得不动产市场统计数据的22个国家和地区，统计的房屋价格增长数据为实际增长率。在统计的22个国家和地区中，只有比利时、希腊、法国、英国、意大利5个欧洲国家在房价上涨的周期中推出REITs，其余各个国家和地区均在不动产行业低迷或下跌周期中出台REITs制度。不动产行业的状况是政府制定REITs制度时考量的重要因素，以期望REITs的推出能够对低迷的不动产行业起到提振作用。

表**3.2** 各个国家和地区**REITS**出台时的房价走势

国家/地区	出台时间 T（年）	T-6 房价增速（%）	T-5 房价增速（%）	T-4 房价增速（%）	T-3 房价增速（%）	T-2 房价增速（%）	T-1 房价增速（%）	T 房价增速（%）	房价走势	来源
美国	1960	1.5	-0.1	-2.2	-0.1	-1.3	-1.2	-0.7	持续低迷	标普凯斯-席勒（S&P Case Shiller）
比利时	1990	-4.1	-0.6	4.4	3.2	6.5	9.8	4.4	稳定上涨	达拉斯联邦储备银行（Dallas Fed）
加拿大	1994	8.3	8.4	-6.9	-2.9	-4.2	-0.4	1.2	持续低迷	达拉斯联邦储备银行
新加坡	1999	根据2001年公布的数据，1996—1999年房价跌幅达50%							快速下跌	新加坡城市重建局（URA Singapore）
希腊	1999	—	—	8.5	10.5	9.7	14.4	8.9	快速上涨	希腊银行（Bank of Greece）
日本	2000	-2.7	-1.0	-2.2	-2.5	-1.7	-2.2	-3.0	持续低迷	达拉斯联邦储备银行
韩国	2001	-6.3	-4.9	-4.1	-16.0	0.2	-4.2	5.2	快速下跌	达拉斯联邦储备银行
马来西亚	2002	12.9	1.9	-9.5	-2.4	5.9	1.1	2.5	持续低迷	房地产评估与服务局（JPPH）
法国	2003	-1.0	3.0	7.9	4.9	6.8	9.0	10.6	快速上涨	达拉斯联邦储备银行
中国台湾	2003	—	—	—	—	-3.6	3.8	7.3	持续低迷	信义房价指数
中国香港	2003	43.1	-33.0	-11.0	-10.8	-13.1	-10.1	-13.1	快速下跌	差饷物业估价署（RVD）
英国	2006	13.0	4.6	22.8	8.6	10.3	3.4	6.7	快速上涨	达拉斯联邦储备银行
意大利	2006	5.5	5.7	6.7	7.9	6.8	4.7	3.7	快速上涨	达拉斯联邦储备银行
以色列	2006	-7.5	-3.0	-1.7	-3.5	-2.9	1.5	-4.5	持续低迷	达拉斯联邦储备银行
德国	2007	-2.9	-1.8	-1.3	-3.3	0.1	-1.6	-3.3	持续低迷	达拉斯联邦储备银行
芬兰	2009	9.7	8.2	1.9	4.3	1.9	-7.0	5.2	快速下跌	达拉斯联邦储备银行
菲律宾	2009	-3.2	2.7	1.0	5.3	9.3	-0.7	-6.6	快速下跌	环球房地产指南（Global Property Guide）
西班牙	2009	14.8	12.7	8.5	5.8	0.4	-5.6	-0.1	快速下跌	达拉斯联邦储备银行
匈牙利	2011	-3.7	-0.6	-1.2	-5.8	-15.7	-5.9	-11.7	快速下跌	环球房地产指南
爱尔兰	2013	-1.4	-11.8	-11.8	-12.2	-20.8	-5.1	3.4	快速下跌	达拉斯联邦储备银
南非	2013	5.2	-12.3	-4.5	-0.3	-3.0	-0.2	1.9	持续低迷	达拉斯联邦储备银行
越南	2015	-0.7	-1.8	-2.9	-6.4	-1.2	1.3	0.9	持续低迷	环球房地产指南

资料来源：彭博。

经济发展新动能

绝大部分国家和地区在经济和不动产行业不景气的周期中推出REITs，其根本原因在于REITs市场的建设对于经济的发展有着至关重要的作用，能够引领经济走出危机、摆脱低迷，乃至为经济的持续发展提供新动能。

经济周期是世界各国经济发展中十分普遍的现象，很多基础性的内生或外生因素都可能导致经济增长的不稳定，尽管不同国家处在经济周期的不同阶段，但在一个完整的经济周期内，一个经济体会经历繁荣、衰退、萧条、复苏等阶段。国家的政策制定者对衰退和萧条往往十分敏感，因为长期的衰退和萧条会对社会的发展产生巨大的冲击，使企业利

润下降，投资者投资意愿降低，居民资产减值，失业率升高，人民生活质量严重下降，甚至引发更严重的社会问题。因此，政策制定者往往倾向于制定宏观稳定的经济政策，以减轻经济衰退和萧条对社会的负面影响。REITs的推出，对于国家财政政策和货币政策的实施，有着重要作用。

积极的财政政策通常包括增加财政支出和减税两个方面。在增加财政支出方面，财政支出通常用于不动产和基础设施建设领域，直接起到刺激总需求，带动经济走出衰退的作用，特别是对于名义利率接近负值的国家，财政支出是应对经济不景气的最有力的政策武器。对于绝大部分经济体，特别是发展中的经济体来说，不动产行业和基础设施行业占经济总量的比重较大。对经济合作与发展组织（OECD，简称经合组织）数据库中的数据进行分析发现，推出REITs的部分国家建筑业和不动产增加值占经济总增加值的比重如表3.3所示，[1]可以看出，绝大部分国家的不动产和建筑业占经济总量的比重为10%~20%，如果考虑基础设施建设和房地产行业的上下游产业，那么两者经济贡献的比重还会更大。这意味着，如果使不动产行业增长10%，将带动2%左右的GDP的增长，不动产行业在经济衰退阶段成为国家的强心剂；一旦房价下跌，不动产市场不景气，国家的经济也会受到极大的影响。毫无疑问，引入REITs制度将成为国家财政政策的有力补充，一方面，让不动产行业拥有更强的活力、更大的流动性和更高的透明度，使同等的财政投入获得更大的回报，为保障经济增长做出更大的贡献；另一方面，REITs的推出可以吸引社会资本一同参与基础设施建设，也为国有资本在未来经济景气时的退出提供新的渠道，促进政府财政的健康、可持续发展。值得一提的是，印度在出台的REITs制度中专门包括了基础设施REITs，显示出其希望通过REITs推动国家基础设施建设的决心。

表**3.3** 推出**REITs**的部分国家建筑业和不动产增加值占经济总增加值的比重

国家	年份（年）	比重（%）	国家	年份（年）	比重（%）
新西兰	1971	14.9	德国	2007	15.3
比利时	1990	13.9	芬兰	2009	18.0
土耳其	1998	11.8	哥斯达黎加	2009	15.6
希腊	1999	18.1	匈牙利	2011	12.9
日本	2000	17.1	爱尔兰	2013	10.3
法国	2003	16.9	加拿大	2014	19.6
墨西哥	2004	20.5	澳大利亚	2016	20.4
意大利	2006	18.1	荷兰	2016	10.8
英国	2006	19.8	美国	2016	17.1

资料来源：经合组织。

在税收方面，对于房地产企业来说，采用REITs结构可以降低税率，增强其不动产的开发和经营动机；另外，现有的大量存量不动产通过REITs重新拥有了流动性，反而为政府的税收引入合理税源。国际经验表明，规模化的REITs市场能够拓宽税基，增加税收收入。而税收收入的增加为政府财政政策的实施提供了更灵活的空间，使政府可以在其他领域减免税，实现更优的资源配置。值得一提的是，增加财政收入是中国香港引入REITs制度的重要考量因素之一。自1997年以来，房价下跌使香港特区政府的土地出让收入大幅下降，为了缓解财政紧张，香港引入了REITs制度并将特区政府拥有的部分零售和停车场不动产纳入首只上市的领展REIT中。

此外，对于发展中经济体而言，REITs制度的引入有助于吸引稳定的外国资本和外商投资，成为助推发展中经济体经济转型的关键力量。一方面，作为回报稳定的投资工具，REITs有助于吸引稳定的外国资本，避免剧烈的资本流入和流出引起的汇率的剧烈波动；另一方面，更为重要的是，REITs吸引外商投资，可以进一步推动不动产项目的建设，从而促进国家经济发展。越南计划投资部外国投资局公布的数据显示，越南FDI（外商直接投资）占GDP的比重达6%，不动产领域的FDI占越南全部FDI的近20%。推动外商投资是越南引入REITs制度的重要考量因素之一。2014年，印度在推出REITs的同时，放松了外商投资的相关政策，并出台了REITs可以投资建设中的不动产等相关政策。这显示出印度政府想借助REITs吸引更多外商投资的决心。

积极的货币政策是更频繁的调控手段，通过对政策利率的调节，降低市场的借贷成本，经济体的投资水平得以回升，从而帮助摆脱经济低迷期。对于整个金融市场，特别是不动产市场而言，REITs的推出与货币政策在目的上有异曲同工之妙。受流动性、投资门槛等的限制，许多看好不动产行业且具有不动产行业配置需求的投资者缺乏有保障的不动产投资渠道。而REITs市场的建设使更多的民间资本能够流向不动产行业，提升不动产行业投资水平，促进不动产行业的发展。REITs因其高回报、中低风险、高流动性、与其他资产低关联度的特性，对保险资金、养老金等有着天然的吸引力，有利于增加不动产行业的资金供给；REITs的地域分散化特性也可以引导更多的海外资本投入国内的不动产行业。另外，不动产体系资金压力的缓解将使整个金融体系受益。不动产行业具有投资门槛高、回报周期长的特点，不动产开发商均为重资产运营，这对其资金链有很高的要求，开发商常大规模进行银行信贷和债券发行。REITs市场的建设将为不动产企业提供新的融资渠道，提高其持有资产的融资能力。房地产企业流动性的改善会体现在商业银行和其他投资机构的资产负债表上，最终使整个金融体系的资金面受益。值得一提的是，韩国引入REITs的重要动机就包括帮助经营困难的房地产企业进行资产重组，剥离银行的不良资产以改善其资产负债表，因此，韩国专门设立了重组REITs。

对于绝大多数发达国家和部分发展中国家而言，养老金体系是金融体系的重要组成部分，根据经合组织的统计，截至2018年，美国、荷兰、新加坡的养老金规模占GDP的比重分别达79%、168%、78%，REITs制度的引入将使各国养老金受益。一方面，REITs相对于债券投资有着更高的收益率，相对于股票投资，估值变动风险低，相对于直接不动产投资，有着更强的流动性，其低风险、高收益、强制分红的特性有利于实现养老金每年定额支付的要求。另一方面，养老金是不动产投资资金的重要来源，完善的养老金体系有利于促进不动产行业的发展，形成不动产行业投资的闭环。根据普瑞奇（Preqin）的统计，各类养老金对不动产行业的投资额占全部机构投资者对不动产行业投资额的90%，其中50%以上的养老金参与了REITs投资。规模化REITs和成功运作的市场化养老金体系有着正向相关关系。

综上所述，REITs市场建设对于国家的经济发展起着重要作用。一方面，REITs能够助力国家财政政策的实施，拓宽税基，改善财政；另一方面，REITs能够吸引民间资本、海外资本参与国内不动产市场，增加不动产市场活力，缓解不动产企业资金压力，使整个金融体系受益。

货币政策工具

货币政策工具是指中央银行为实现其特定的经济目标而采用的控制和调节货币供应量和信用量的各种方针、政策和措施，对国家宏观经济的平稳运行起着至关重要的作用。在传统的货币政策中，中央银行使用央行票据作为货币政策工具，与商业银行等对手方进行交易，通过央行票据的发行与回购控制基础货币供应量，通过货币传导机制对信贷、投资等活动产生影响。中央银行在公开市场就REITs进行交易，使REITs作为货币政策的后备工具，成为传统货币政策工具的有效补充，解决传统货币政策工具在实施中面临失效情形的问题。

将REITs作为货币政策调控工具，使货币政策到实体经济的传导机制更加畅通。随着金融市场化的发展，央行不再直接影响信贷利率，商业银行受到行政指令的影响减少，自主决策增加，信贷投放意愿与经济预期的关联度增大，与基础货币供应的关联度下降，导致传统的货币政策只能在银行体系内发挥作用，难以直接影响商业银行的对外信贷行为，使货币政策难以传递到实体经济。REITs是由经济实体直接发行的证券化工具，对REITs进行操作，可以绕过商业银行体系，直接影响实体经济的货币供应，更直接和有效地发挥货币政策的作用。在理性预期的经济体中，REITs的购买操作还可以刺激总需求，影响通货膨胀预期，提高商品价格。当经济体处于市场利率极低的流动性陷阱，传统的货币政策将失效，中央银行在银行间市场投入的更多货币将无法影响利率，不能带动消费和投资增长，从而影响总产出。即使在流动性陷阱中，REITs仍可以直接向实体经济发出“订单”，从而直接影响投资，促进产出的增长。

以REITs作为货币政策工具有助于促进直接融资，降低实体经济的杠杆率。在传统货币政策中，中央银行在银行间市场的对手方主要为商业银行，由于商业银行以债权融资和间接融资为主，在一定程度上会导致企业依赖间接融资，负债率偏高。在分业经营的金融制度下，银行资金不能进入资本市场，政策效果无法从银行间市场直接传导到证券市场。传统货币政策工具是债务型融资工具，扩张性的货币政策操作，最终体现为实体经济资产负债表中债权债务的扩张，容易导致实体经济杠杆率偏高，金融风险加大。而REITs以权益型为主，通过中央银行介入REITs市场，体现为实体经济资产负债表中的股权和长期资本，增加了实体经济的耐心与韧劲，扩大了实体经济股权融资的深度和广度。与传统货币政策工具相比，REITs操作在增加市场流动性的同时，不会提高

企业杠杆率，保持甚至修复了企业的资产负债表，改善了企业的融资期限结构，增加了企业的直接融资比例。

有效的经济政策需要财政政策与货币政策的紧密配合，以REITs为工具的货币政策，具有重整财政和金融体系的能力，可以促进其健康运行。积极的财政政策通常使政府部门或国有企业的负债增长，使政府债务率增加，迫使中央政府在高增长和低杠杆与风险之间谨慎地维持平衡。由中央银行进行REITs操作，购买长期基础设施投资形成的大量资产，能够在不增加政府负债的同时发挥财政政策的功能，提高财政健康度。对于以商业银行为核心的金融体系，在稳增长政策下，大规模的固定资产投资在金融体系内积累了大量的长期资产，造成了严重的期限错配问题，降低了银行系统对外增量投放和健康运行的能力。中央银行参与REITs市场，有利于激发市场认购证券化资产的积极性，降低资产证券化的成本，促进市场资金向金融体系回流，改善商业银行的资产负债表，为金融体系和经济的持续创新增长增添活力。

REITs有助于扩大货币政策对金融市场定价机制的影响，为外汇政策预留操作空间。金融市场的定价能力由利率和风险溢价两个维度组成，传统的货币政策工具如央行票据、国债等只对利率产生影响，不影响风险溢价。商业银行的资产端主要由基础设施投资以及其他有一定风险特征的投资构成，如果金融市场的风险偏好不变，仍不敢增加投资，那么货币政策的操作空间和效力将受到极大的限制。在开放的经济环境中，利率的变化将直接作用于资本的流入流出，对外汇政策产生影响。使用REITs工具，绕过利率这一渠道，直接对风险溢价进行调节，在一定程度上可以在不影响外汇市场的同时实现国内资产价格的提升。

日本是最早将REITs作为新型货币工具的国家。为了应对自20世纪末开始的长期通货紧缩、经济增长大幅放缓、房地产和股票等资产价格严重缩水的局面，日本央行于21世纪初采取了新的货币政策调控方法，使用REITs、ETFs、公司债等多种工具对金融市场的基础货币、利率和风险溢价进行调控。应用REITs等工具后，日本央行的资产负债表不只体现为央票和国债等固定面值的金融资产，而是呈现出多样化、市场化的特点，其资产价值直接与物价水平关联，使日本央行对通胀的刺激具有更大的激励性。日本央行资产负债表见表3.4。

表3.4 日本央行资产负债表（单位：万亿日元）

	截至2015年年底	截至2016年年底	截至2017年年底
日本国债（JGBs）	325	410	441
商业票据（CP）	2.2	2.3	2.2
企业债券	3.2	3.2	3.2
ETFs	6.9	11	17
日本REITs	0.26	0.36	0.45
贷款	36	40	48
总资产	383	476	521
银行票据	98	102	107
活期存款	253	330	368
总资产和净负债	383	476	521

资料来源：日本银行。

在通货紧缩的环境下，市场形成资产价格持续下降的一致性预期，货币资产反而最受青睐，导致总需求疲软，金融机构资产负债表恶化，通货紧缩进一步加剧。日本央行的大量REITs购买计划旨在支撑资产价格，优化金融机构的资产负债表。通过购买REITs，还能为资本市场直接注入资金，降低资本市场利率，提高市场活跃度，提振市场信心，扭转市场的悲观预期，从而改善总需求，打破通货紧缩的自我循环。日本央行采取的非常规货币政策取得了一定的成效，资产价格在大规模购买资产的情形下获得支撑，收益率曲线渐渐上行，银行信贷持续恢复性增长，实际GDP增长率向潜在增长率靠拢，通缩局面有所改善。

值得注意的是，即使在名义利率长期为负的日本，REITs资产在央行资产负债表中仅占国债的0.1%。作为一种新型货币政策工具，REITs能在特定条件下发挥独特作用，但同样具有一定的局限性。中央银行对REITs资产的调控需要以不破坏市场经济的约束为前提，不当的货币政策操作可能会影响REITs市场的价格发现机制。把REITs作为常规机制大量使用可能会影响中央银行的货币政策独立性，放松政府对自身负债的约束。将REITs作为货币政策工具，应当是经济长期通货紧缩情形下的应急措施，而非中央银行的常规替代性操作，REITs是传统货币政策工具的有力补充，必须与其他货币政策工具充分配合才能发挥更好的作用。

[1] 若该国家在推出REITs的年份无对应数据，则给出最新的数据作为估计。

第二部分

REITs的全球实践



第四章

规模、市场表现与流动性

全球42个已推出REITs制度的国家和地区既有发达经济体，也有发展中经济体，覆盖北美洲、南美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲等六个大洲。除已经建立REITs制度的国家以外，中国、阿根廷、葡萄牙、尼日利亚等十几个国家正在积极推进REITs制度的出台。

截至2019年6月，全球REITs市场的市值超过2万亿美元。图4.1按照国家和地区列示了1992—2018年全球主要REITs市场的市值规模。美国是全球最大的REITs市场，截至2018年年底，在美国上市的REITs约有240只，涉及零售和购物中心、写字楼、公寓、酒店、物流和仓储、医疗保健中心等多种类型的不动产，总市值约为11 235.6亿美元，占REITs全球总市值的61.4%左右。欧洲REITs市场也非常活跃，REITs总市值为2 290.5亿美元。法国和英国作为欧洲规模最大的两个市场，总市值分别为890.98亿美元、787.28亿美元。亚洲REITs于2001年首先在日本诞生，之后新加坡、中国香港的REITs市场也迅速发展。截至2018年年底，亚太地区市场活跃着216只REITs，总市值为3 793亿美元，其中近85.6%的总市值来自日本、澳大利亚、新加坡三大市场，其规模分别为1 069.2亿美元、1 615.4亿美元、563.9亿美元。中国香港REITs市值列居第四，为335.3亿美元。

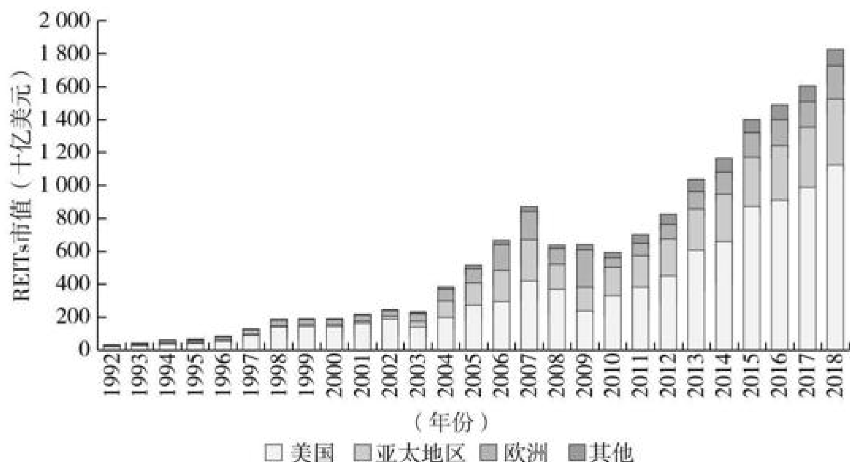


图4.1 1992 —2018年全球主要REITs市场的市值规模

资料来源：彭博。

从图4.1可以看出，自1992年起，全球REITs市场规模增长迅速，可以分为1992—2007年和2010—2018年两个增长周期。1992—2007年，全球REITs市场规模增长27.6倍，年复合增长率达24.8%。2008年金融危机对全球，尤其是发达国家的不动产行业造成了致命打击，资金纷纷流出REITs市场，导致2008年和2009年REITs的市值有所下降，略低于2006年的规模。2010—2018年，随着全球经济的复苏，以美国为主要代表的全球REITs市场迎来了井喷式发展。截至2018年，REITs的市场规模在9年间已经翻了3倍，年复合增长率维持在15.1%的高位。

金融产品的收益、风险与流动性是投资者进行投资决策时所要考量的核心要素。截至2018年12月底，美国REITs、股票、债券的收益率、波动率和风险调整收益率如表4.1所示。其中，收益率的计算采用平均年化收益率，包括分红收益率和资本利得收益率。

如果以5年为投资期限，则美国权益型REITs的5年年化收益率为9.2%，抵押型REITs的年化收益率为8.0%，均低于美国股票的收益率，但高于高收益债券的收益率；REITs的波动率与道琼斯指数和标准普尔500指数的波动率相似，略低于纳斯达克指数；REITs市场的风险调整收益率不及美国股票市场、债券市场。如果将投资周期拉长到20年，则权益型REITs市场的年化收益率高达12.6%，远高于同期限美国股票市场和债券市场；REITs市场的波动率同样高于美国股票市场和债券市场；权益型REITs市场的风险调整收益率为0.62，高于同期限标准普尔500指数

（0.48），但不及美国债券市场。

表4.1 美国REITs、股票、债券的收益率、波动率和风险调整收益率（单位：%）

指数	指标	1年	3年	5年	10年	15年	20年	25年	30年
NAREIT综合指数（NAREIT Composite）	收益率	12.6	6.3	9.0	16.4	10.9	12.0	11.7	11.2
	波动率	14.4	12.7	13.4	15.3	21.2	19.5	18.4	17.3
	风险调整收益率	0.87	0.50	0.67	1.07	0.51	0.61	0.64	0.64
NAREIT权益型REITs指数（NAREIT All Equity REITs）	收益率	13.0	6.1	9.2	17.0	11.8	12.6	12.2	12.0
	波动率	14.0	13.1	13.7	15.9	22.2	20.3	19.1	18.1
	风险调整收益率	0.87	0.46	0.67	1.07	0.53	0.62	0.64	0.67
NAREIT抵押型REITs指数（NAREIT Mortgage REITs）	收益率	6.6	11.6	8.0	11.4	3.4	9.4	10.5	8.9
	波动率	10.8	11.6	12.0	13.1	18.0	19.6	20.0	18.9
	风险调整收益率	0.61	1.00	0.66	0.87	0.19	0.48	0.52	0.47
NAREIT不动产50指数（NAREIT Real Estate 50）	收益率	16.9	6.5	9.6	16.6	11.8			
	波动率	14.7	12.5	13.4	15.4	21.5			
	风险调整收益率	1.15	0.52	0.72	1.08	0.55			
道琼斯指数	收益率	12.5	16.9	12.5	15.3	10.1	7.9	11.8	11.9
	波动率	15.5	12.2	12.1	12.4	13.2	14.1	14.3	14.1
	风险调整收益率	0.80	1.38	1.03	1.24	0.76	0.56	0.83	0.84
标普500指数	收益率	10.5	14.2	10.8	15.0	9.7	7.0	11.2	11.1
	波动率	15.4	12.0	11.9	12.7	13.8	14.6	145	14.3
	风险调整收益率	0.68	1.18	0.91	1.18	0.70	0.48	0.77	0.78
纳斯达克指数	收益率	10.3	21.9	16.6	19.7				
	波动率	21.3	15.1	15.1	15.3				
	风险调整收益率	0.48	1.45	1.10	1.29				
彭博巴克莱债券指数	收益率	7.8	2.4	3.0	4.0	4.3	5.0	5.6	6.1
	波动率	2.7	3.1	2.9	2.9	3.2	3.4	3.5	3.6
	风险调整收益率	2.88	0.76	1.03	1.37	1.37	1.48	1.60	1.67
彭博巴克莱公司高息债券指数（Bloomberg Barcalys Corporate High Yield）	收益率	7.2	7.6	4.8	9.5	7.8	7.2	7.7	8.3
	波动率	3.2	4.3	5.5	6.3	9.1	9.1	8.4	8.5
	风险调整收益率	2.22	1.76	0.87	1.50	0.86	0.80	0.92	0.98

资料来源：彭博。

利用和表4.1相同的算法，根据彭博的数据，进一步计算美国以外其

他主要国家和地区REITs与股票市场的收益率、波动率和风险调整收益率，其结果如表4.2所示。

如果投资周期为5年，则欧洲[1]、新加坡、中国香港、澳大利亚REITs的收益率均高于股票市场，英国、日本REITs的收益率不及股票市场；日本、中国香港REITs的波动率低于股票市场，欧洲、英国、新加坡、澳大利亚REITs的波动率则高于股票市场；欧洲、日本、新加坡、中国香港、澳大利亚REITs的风险调整收益率远超股票市场，而英国REITs的风险调整收益率不及股票市场。

如果投资周期为10年，则除日本REITs（英文简称J-REITs）的收益率略低于股票市场外，欧洲REITs的收益率与股票市场持平，英国、新加坡、澳大利亚REITs的收益率均比股票市场高1%~3%，而中国香港REITs的收益率则超过股票市场11%，达到惊人的20.1%；日本、中国香港REITs的波动率低于股票市场，而欧洲、英国、新加坡、澳大利亚REITs的波动率高于股票市场；考虑单位风险收益，新加坡、中国香港REITs的风险调整收益率远超股票市场，欧洲、英国、日本、澳大利亚REITs的风险调整收益率和股票市场接近。

表**4.2** 全球主要国家和地区**REITs**与股票市场的收益率、波动率和风险调整收益率（单位：%）

国家/地区	指数	指标	1年	3年	5年	10年
欧洲	欧洲发达国家（除英国）REITs指数：富时－欧房协－NAREIT	收益率	1.7	7.8	7.4	9.8
		波动率	11.2	12.3	14.0	15.2
		风险调整收益率	0.15	0.64	0.53	0.64
	富时欧洲100指数	收益率	6.6	8.7	5.6	9.5
		波动率	11.7	10.6	12.5	12.4
		风险调整收益率	0.57	0.82	0.45	0.52

国家/地区	指数	指标	1年	3年	5年	10年
英国	英国 REITs 指数：富时 – 欧房协 – NAREIT	收益率	-4.7	4.5	5.0	12.3
		波动率	12.2	14.3	14.3	16.6
		风险调整收益率	-0.39	0.32	0.35	0.74
	富时 100 指数	收益率	2.4	9.1	6.2	10.1
		波动率	11.8	10.2	10.2	11.9
		风险调整收益率	0.21	0.89	0.61	0.85
日本	东证 REIT 指数	收益率	16.2	6.0	8.2	13.0
		波动率	8.8	7.5	8.6	16.4
		风险调整收益率	1.84	0.82	0.94	0.79
	日经 225 指数	收益率	-4.7	14.0	11.2	12.0
		波动率	17.9	15.3	16.0	17.8
		风险调整收益率	-0.26	0.91	0.70	0.67
新加坡	新加坡 REITs 指数：富时 – 欧房协 – NAREIT	收益率	24.3	13.0	6.8	9.5
		波动率	9.2	15.3	15.7	19.0
		风险调整收益率	2.63	0.85	0.643	0.50
	海峡时报指数	收益率	6.2	9.5	4.5	7.6
		波动率	12.1	11.7	12.4	13.4
		风险调整收益率	0.51	0.81	0.36	0.56
中国香港	恒生 REIT 指数	收益率	20.8	15.8	15.7	20.1
		波动率	9.2	10.7	11.2	13.4
		风险调整收益率	2.26	1.47	1.39	1.50
	恒生指数	收益率	2.5	15.5	9.3	9.1
		波动率	17.7	15.1	17.4	17.7
		风险调整收益率	0.14	1.03	0.54	0.51
澳大利亚	标普/澳交所 A-REIT 指数	收益率	18.8	8.7	14.2	14.4
		波动率	13.2	12.3	12.3	13.0
		风险调整收益率	1.40	0.71	1.15	1.11
	标普/澳交所指数	收益率	11.9	12.9	9.0	10.3
		波动率	11.3	9.3	11.2	11.8
		风险调整收益率	1.05	1.39	0.80	0.87

资料来源：彭博。

REITs的投资价值不仅体现在其作为单一资产的优良“风险-收益”性质，对于一个多元化的投资组合，将REITs作为股票、债券、现金之外

的第四类资产加入，可以体现REITs的分散化价值，有助于投资组合有效前沿向外延伸。美国REITs与股票和债券市场之间的相关性、各个国家和地区REITs与股票市场的相关性、全球各REITs市场之间的相关性如表4.3所示。其中，除美国REITs与标准普尔500指数、彭博巴克莱债券指数之间的相关系数用20年月度收益率计算外，其余均用10年月度收益率计算。

美国REITs与股票、债券市场之间的相关性很低，REITs对投资组合有很高的分散化价值。近20年来，美国权益型REITs与标准普尔500指数、纳斯达克指数、彭博巴克莱债券指数之间的相关系数仅为0.59、0.37、0.20，抵押型REITs与标准普尔500指数、纳斯达克指数、彭博巴克莱债券指数之间的相关系数仅为0.38、0.19、0.23。在其他主要国家和地区，J-REITs与股票市场的相关系数仅为0.49。此外，欧洲、英国、新加坡、中国香港、澳大利亚REITs与股票市场的相关系数高于美国，为0.6～0.8，这对投资组合依旧是有益的，对于在某一个国家或地区同时进行股票和REITs投资的投资者，REITs可以改善投资组合有效前沿。

对于能够进行全球资产配置的投资者来说，REITs还可以通过地域差异来分散风险。根据各个国家和地区REITs的月度收益率，表4.3计算得出全球各REITs市场之间的相关性，除英国和欧洲REITs相关系数达0.77以外，其他市场之间的相关系数为0.2～0.7，表明在全球市场进行REITs资产配置能够分散风险。特别是在亚洲市场进行REITs资产配置时，其与欧美REITs市场之间的相关系数很低，如J-REITs与美国REITs、欧洲REITs、英国REITs之间的相关系数分别为0.29、0.20、0.18，凸显了跨区域REITs资产全球配置的价值。

表**4.3** 全球各**REITs**市场之间的相关性

美国 REITs 与股票、债券市场的相关性	相关系数	标准普尔500指数	纳斯达克指数	彭博巴克莱债券指数				
	权益型 REITs	0. 59	0. 37	0. 20				
	抵押型 REITs	0. 38	0. 19	0. 23				
各个国家和地区 REITs 与股票市场的相关性	相关系数	美国	欧洲	英国	日本	新加坡	中国香港	澳大利亚
	REITs 与股票市场	0. 58	0. 64	0. 67	0. 49	0. 71	0. 73	0. 64
全球各 REITs 市场之间的相关性	相关系数	美国	欧洲	英国	日本	新加坡	中国香港	澳大利亚
	美国	1	0. 67	0. 67	0. 29	0. 60	0. 56	0. 59
	欧洲		1	0. 77	0. 20	0. 48	0. 54	0. 54
	英国			1	0. 18	0. 40	0. 41	0. 53
	日本				1	0. 31	0. 30	0. 20
	新加坡					1	0. 66	0. 48
	中国香港						1	0. 37
	澳大利亚							1

资料来源：彭博。

交易成本是影响投资回报的另一个重要因素。学术界与行业界通过流动性指标来反映资产交易成本的大小，阿米胡德（Amihud）的非流动性指标是其中的一个常用指标。阿米胡德（2002）提出，可以用个券日内收益率的绝对值与成交额的比值刻画单位交易额对价格波动的影响，并在一个时期内取平均值，以衡量个券在该时期的流动性。基于该指标的设计思想，我们应用彭博的数据，以月度成交额与总市值的比值衡量REITs市场与股票市场的流动性，表4.4是主要国家和地区REITs市场与股票市场的流动性指标。可以看出，在日本和中国香港以外的其他主要市场，REITs月度成交额与REITs总市值的比值均高于对应股票市场。相对于股票市场，REITs市场的交易更为活跃，具有更好的流动性，适合投资者进行资产配置。坎农（Cannon）等（2010）的研究指出，随着美国REITs市场的发展，市场的流动性不断提升，到2007年，阿米胡德流动性指标已经减小至0.001。路（Lou）等（2013）的研究计算发现，美国股票市场的阿米胡德流动性指标同样在0.001左右。这说明REITs市场的流动性充足，其单位交易额对价格波动的影响与股票市场十分相近。

表**4.4** 主要国家和地区**REITs**市场与股票市场的流动性指标

国家/地区	月度交易额/总市值	1 年期（%）	3 年期（%）	5 年期（%）	10 年期（%）
美国	富时－NAREIT 所有权益型 REITs 指数	0. 11	0. 11	0. 11	0. 16
	标准普尔 500 指数	0. 05	0. 06	0. 06	0. 10
欧洲	欧洲发达国家（除英国）REITs 指数：富时－欧房协－NAREIT	0. 79	0. 91	1. 08	
	富时欧洲 100 指数	0. 37	0. 40	0. 43	0. 62
英国	英国 REITs 指数：富时－欧房协－NAREIT	0. 11	0. 11	0. 11	0. 16
	富时 100 指数	0. 78	0. 88	0. 89	1. 03
日本	东证 REIT 指数	0. 000	0. 000	0. 000	0. 000
	日经 225 指数	0. 004	0. 006	0. 007	0. 011
新加坡	新加坡 REITs 指数：富时－欧房协－NAREIT	2. 99	2. 91	2. 87	2. 93
	海峡时报指数	0. 84	0. 92	0. 99	1. 19
中国香港	恒生 REIT 指数	0. 17	0. 20	0. 22	0. 23
	恒生指数	0. 21	0. 23	0. 24	0. 27
澳大利亚	标普/澳交所 A-REIT 指数	1. 05	1. 13	1. 33	3. 06
	标普/澳交所 200 指数	0. 70	0. 74	0. 80	1. 14

资料来源：彭博。

---

[1] 本部分内容所使用的欧洲REITs收益数据为除去英国的其余欧洲发达国家和地区的数据。

第五章

美国REITs：规模最大的REITs市场

全球REITs最早起源于1960年的美国，美国REITs市场发展至今，经历了一系列的立法、税收政策调整和多轮经济周期。截至2018年年末，美国公开上市的REITs的总市值为11 235.6亿美元，其中权益型REITs的总市值为10 653.1亿美元，抵押型REITs的总市值为582.5亿美元。美国是全球规模最大的REITs市场。

全球市场标杆

1992年，美国REITs市场的总规模仅为203.4亿美元，到2018年已经达到上万亿美元，年复合增长率高达16.7%。图5.1显示了1992—2018年美国REITs市值与产品数目。美国REITs市场经历了1992—2006年及2009—2018年两个快速增长阶段，其年复合增长率分别为22.4%和18.8%。相对于市值，美国REITs产品数量增长略缓，说明单只REITs产品的市值在逐步上涨。截至2018年年底，美国已经有240只REITs产品，平均市值达46.82亿美元。

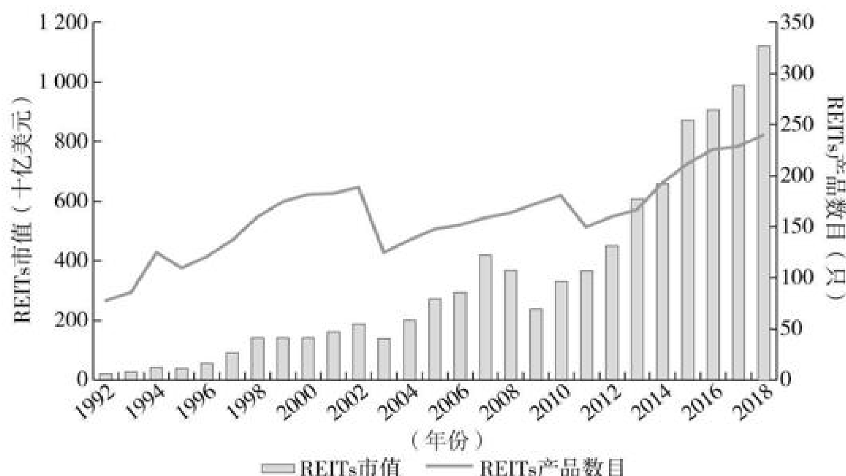


图5.1 1992—2018年美国REITs市值与产品数目

资料来源：彭博。

图5.2显示了1980—2018年美国抵押型、权益型和混合型REITs的市值占比情况。20世纪80年代初期，美国REITs市场中，抵押型、权益型和混合型REITs的市值各占22.2%、41.0%、36.8%。但随着美联储加息和房地产商融资缺口的不断扩大，高分红、高杠杆的抵押型REITs开始“野蛮生长”，到1985年，该类产品的市值占比已经高达40%。疯狂过后的抵押型REITs的资金链开始断裂，在迅速爆发后，又迅速衰落，截至2018年，市场占有率仍呈个位数，市值占比为6.4%。权益型REITs是目前美国市场的重要组成部分，2018年市值占比高达93.6%。20世纪90年代，美国房地产市场新一轮的牛市带动了权益型REITs的蜕变性增长，随后权益型REITs成为美国市场最受欢迎的REITs投资类型。1992年伞形REITs（UPREITs）的推出对市场产生了重要的影响。混合型REITs逐渐淡出了历史舞台，2008年金融危机后，美国REITs市场已经找不到混合型REITs产品。

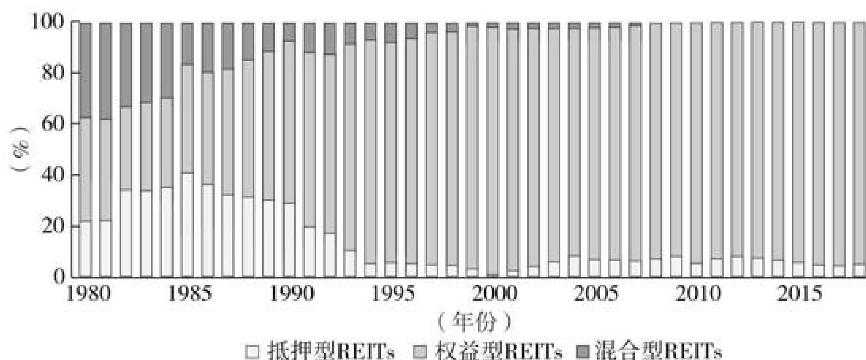


图5.2 1980—2018年美国抵押型、权益型和混合型REITs的市值占比情况

资料来源：彭博、全美房地产投资信托协会。

图5.3显示，2018年美国REITs的不动产标的类型十分分散。美国REITs标的类型中，综合不动产（又称多元化不动产）REITs标的占15%，这种类型的REITs同时持有和管理多种类型的不动产资产。基础设施、零售和购物中心、公寓和写字楼分别占市场总规模的15%、13%、12%和10%。

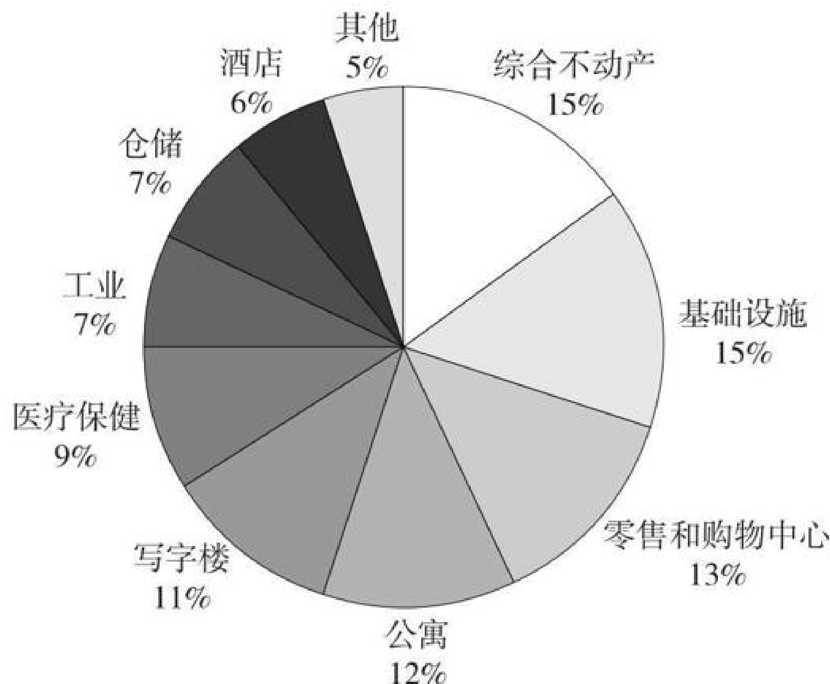


图5.3 2018年美国REITs的不动产标的类型分布

资料来源：彭博。

作为全球REITs市场的领头羊，美国REITs市场在过去半个世纪的快速发展得益于REITs产品专业化的管理、低负债的运营模式和日益优化的结构与金融属性，也得益于美国市场的成熟、法律法规的完善和投资者的理性参与，正是美国REITs市场的优质属性积极带动了全球REITs市场的发展。

发展历程与关键事件

美国REITs市场过去60年的发展历程大体可以分为以下7个阶段：起步阶段（1960—1968年）、第一个繁荣期（1969—1972年）、迅速萎缩阶段（1973—1979年）、逐步恢复阶段（1980—1985年）、第二个繁荣期（1986—1991年）、第三个繁荣期（1992—2007年）、金融危机后阶段（2008年后）。

起步阶段（1960—1968年）

美国REITs市场起步于1960年颁布的《房地产投资信托法案》（Real Estate Investment Trust Act of 1960），在该法案通过之前，商业地产主要被富豪、企业及机构投资者持有，而该法案一方面使物业资产原拥有者能够从个人投资者手中募集资金，另一方面使个人投资者有机会参与并享有由专业运营团队管理的高价值物业地产的收益。同年，美国艾森豪威尔总统签署了《国内税收法典》，在企业所得税层面给予符合要求的REITs与共同基金同等的税收中性待遇。

《房地产投资信托法案》出台初期，对美国市场的影响较为有限。直至该法案出台5年后，“大陆抵押投资者”（Continental Mortgage Investors）成为第一只在纽交所挂牌的REIT。受该法案的限制，此时的REITs仅能持有物业资产，在管理和运营方面受到限制，导致REITs行业发展较为缓慢，至1968年，行业总市值仅为10亿美元左右。尽管1960年生效的《房地产投资信托法案》减轻了REITs的税收负担，但当时更为盛行的是另一种投资产品，“房地产有限合伙制”（Real Estate Limited Partnership，简写为RELP）。此时的RELP可以使用加速折旧的计算方式使合伙企业产生账面亏损，从而为终端投资者提供税收抵扣。此阶段的权益型REITs无法与RELP匹敌。

第一个繁荣期（1969—1972年）

美国REITs市场的第一个繁荣期发生在1969—1972年，共有超过50只抵押型REITs在此期间创立，行业资产总市值从不足10亿美元增加到18.81亿美元，市面上有超过半数的REITs为抵押型。抵押型REITs通过低成本的公司债券、商业票据和银行信贷等进行融资，以获取利差收益；高杠杆带来每股盈利（EPS）的提高，使REITs可以通过提高新增股份的发行价格进行融资从而扩大发行规模。

20世纪60年代是美国房地产公司发展的瓶颈期，由于房地产公司信贷状况的变化，银行和信用社等抵押贷款提供者吸储能力受到限制等因素造成房地产商的资金短缺，美国房地产开发公司的资金需求和供给无法达到平衡。抵押型REITs的出现正好填补了这一融资缺口，由于贷款利率不受限制，REITs有能力募集足够的资金向资金紧缺的房地产商提供高利率贷款，REITs在这段时期的发展一度达到高峰。但受制于当时的税法，REITs为被动管理型产品，由专业第三方进行管理。

迅速萎缩阶段（1973—1979年）

美国REITs在20世纪70年代后期逐渐没落，其中REITs行业总市值从1973年年末的13.94亿美元大幅下降至1974年年末的7.12亿美元。20世纪70年代，金融市场融资成本增加是导致REITs行业迅速萎缩的重要原因之一。1973年，石油危机导致美国经济出现了严重的通货膨胀，1973年，美国消费者物价指数（CPI）高达6.22%，而后消费者物价指数一直居高不下，并于1979年达到惊人的11.27%。美国高涨的通货膨胀率大幅增加了REITs的融资成本，发放固定利率贷款的REITs资产组合的价值也大幅下降。

REITs产品结构本身的短板在这个利率过高和供给过剩的通胀周期中被放大。首先，美国房地产企业利率飙升、房地产市场供给过剩和REITs的过度放贷共同导致大量抵押贷款违约和房地产商破产，抵押型REITs的不良资产率上升，资产价值急剧下降，负债率普遍较高且大多是短期贷款的抵押型REITs开始陷入困境。其次，随着1981年美国颁布的《经济振兴法》（The Economic Recovery Act of 1981）允许业主利用房地产折旧进行合理避税，REITs的避税功能弱化，同时其他房地产投资竞争品种出现，使REITs对投资者的吸引力下降。最后，REITs仅作为被动管理型产品中的一种资产组合而存在，产品缺少外延式的成长性。

陷入困境的抵押型REITs开始通过各种方式来度过低靡期，包括重新安排银行贷款、出售抵押物业和改善投资组合等，还有一些抵押型REITs选择通过受让抵押物的方式转换为权益型REITs，或者通过降价被权益型REITs收购的方式进行产品外延。

逐步恢复阶段（1980—1985年）

REITs行业在20世纪80年代前半段逐步恢复，原因是，一方面，美国房地产行业在此阶段逐渐复苏，另一方面，限期房地产投资信托（Finite Life Real Estate Investment Trust，简写为FREITs）的兴起带动了REITs行业的整体恢复。与此前的抵押型REITs不同，FREITs的存续期是有限的，其产品具有明确的终止日期，此时美国市场中公开上市、存续期有限且到期自行解散的有限合伙企业深受投资者欢迎，而FREITs正是对投资者诉求的回应。在FREITs结构中，临近终止日将收回抵押贷款或出售资产，并将投资收益和本金返还给投资者，最终在明确约定的终止日自行解散清算。1980—1985年，美国REITs行业总市值从22.99亿美元迅速增长至76.74亿美元。

第二个繁荣期（1986—19914年）

1986年，美国国会通过《税收改革法案》（The Tax Reform Act of 1986），使REITs的税收优势再次凸显，还允许REITs自主管理收租类业务，使美国REITs行业进入第二个繁荣期，截至1991年年末，REITs行业总市值已达129.68亿美元。

《税收改革法案》促进了REITs的发展，其核心内容包括：

第一，对有限合伙企业向投资者结转亏损的能力做出了限制。1986年《税收改革法案》之前，REITs不能抵减亏损，而RELP则可以通过产生账面亏损进行税收抵扣。《税收改革法案》的通过极大地限制了RELP的减税优惠。

第二，《税收改革法案》取消了房地产资产加速折旧的规定和记账方式。这大幅度削弱了房地产有限合伙企业通过产生账面亏损为其投资者进行税收抵扣的能力，因此权益型REITs逐渐取代了RELP的地位，逐渐成为REITs行业的主要存续形式。

第三，《税收改革法案》对REITs房地产管理的限制有所放松。法案出台之前，REITs主要由金融机构（如保险公司、商业银行或抵押银行）设立，《税收改革法案》允许REITs持有、经营和管理大部分收益型商业房地产，使房地产开发商和运营商参与组建REITs的积极性显著提高。

第四，1986年后，《税收改革法案》引导REITs从被动管理向主动管理转型，原有抵押型REITs大多改组成持有并管理房地产的主动管理型REITs。

第三个繁荣期（1992—2007年）

20世纪80年代末和90年代初，受到亚洲金融危机的影响，美国房地产行业再次遭受重创，诸多房地产公司破产，而尚存续的房地产公司由于金融机构急于规避风险而难以获得资金，在此背景下，诸多房地产公司选择通过上市来缓解资金压力，市场随之迎来REITs产品结构的巨大改革。

塔博曼购物中心公司（Taubman Centers，Inc.）于1992年11月在纽交所上市，标志着伞形REITs的诞生。在UPREITs结构中，UPREITs不

直接持有物业资产，而是通过投资成为经营性合伙企业的普通合伙人，该经营性合伙企业实际持有物业资产。与传统REITs项目相比，UPREITs的核心优势在于其税收递延功能，此外UPREITs结构还有助于REITs避免违反5/50规则。

与UPREITs相对应的是DOWNREITs（伞形下属合伙房地产投资信托），同样具有类似的税收递延功能。两者的结构十分相似，主要区别在于DOWNREITs结构中并非由单个经营性合伙企业持有REITs的全部资产，而是在REITs纳入新的物业资产时另设立一个经营性合伙企业，REITs成为其普通合伙人，即形成REITs项下有多个经营性合伙企业的结构。

REITs运行模式的创新是当时美国REITs市场繁荣的重要原因，得益于UPREITs的税收递延功能及其在物业收购中的“货币支付”功能，REITs规模迅速扩大。

20世纪80年代末，美国利率水平下降导致资金借贷成本降低，不动产市场衰退导致物业资产价格也随之下降，房地产商在这个阶段大量收购物业资产。1992年，美国房地产开始进入新一轮的繁荣期，大量的资金开始进入房地产市场，盘活了许多物业资产。市场放宽了对机构投资者投资REITs的限制，解决了养老基金进入REITs市场的股权结构障碍。制度上允许REITs成立应税子公司并尝试经营非收租类业务，扩大了REITs的上下游产业链。众多利好REITs产品的改革使美国REITs总市值在15年间增长了约20倍。

20世纪90年代以后，现代REITs与没落阶段和重整阶段的REITs显著不同。首先，投资者的投资理念发生变化。与过去投资者购买房地产是为了获得资产增值和避税待遇不同，人们通过持有上市权益型REITs进行房地产投资的主要目的是分享由租金收入形成的现金流。其次，REITs管理模式略有不同。20世纪90年代，REITs从主要聘请外部人员进行管理转为主要实行内部管理，管理层持有相当一部分权益（股权激励）。REITs对债务杠杆的运用更加谨慎，公司组织结构和治理带来的利益冲突更小。最后，税法要求REITs将绝大多数应税收入分配给投资者，导致REITs扩张资金短缺，因此进入资本市场成为REITs的重要战略。REITs可以通过资本市场获得低利率债务资金或进行股权融资，进行原有资产的整修和新资产的收购、扩展等。

金融危机后阶段（2008年后）

2008年，美国REITs市场遭受全球金融危机的重创，REITs行业总市值在2008年年末同比减少38.57%，但美国REITs在金融危机期间迅速调整，2009年上半年通过去杠杆和再融资的形式强化资产负债表，提高收益率的稳定性，这些举措得到了投资者的认可，美国REITs市场从而在较短的时间内强势反弹。

爆发全球金融危机后，REITs市场开始逐步呈现出全新的发展趋势。首先，REITs开始呈现投资领域多元化的趋势。2008年《REITs投资与多样化法案》（REITs Investment and Diversification Act）发布，为REITs投资多元化提供了广阔的发展空间。除了在传统的零售和购物中心、写字楼以及住宅等领域持续发力外，REITs开始更多地向基础设施、仓储、农业和林地、医疗保健等非传统领域投资。非传统领域的投资进一步分散了REITs的风险，也创造了较高的回报率。目前，REITs的投资领域还是以传统的不动产领域为主，但随着非传统领域良好的投资收益率表现，REITs的投资领域将更加多元化，非传统投资领域的占比也将逐步扩大。

其次，金融危机后，REITs的发展还呈现出募资规模扩大、回报稳定的趋势。金融危机后，REITs在很短时间内开始复苏，尤其是最近5年来，美国REITs收益率逐步提高，并且高于其他主要指数基金的收益率。此外，REITs募集资金的规模自2008年开始逐步扩大，且股权募集资金的规模占比不断提高，杠杆率逐步降低，进而使资本结构更合理，风险逐步降低。

2013年，奥巴马政府提出调整美国税收计划，REITs投资收益及价格受到影响。美联邦政府对税前年收入超过40万美元的未婚者，或年收入超过45万美元的已婚者的股息税与长期资本利得税税率进行了上调，税率从之前的15%提高至20%。税率的提高使REITs投资者的收益受到影响，价格下降，进而导致REITs的整体收益率下降。但随着美国经济回暖，REITs将继续支撑整个商业地产形势的改善。

UPREITs与DOWNREITs

根据制度要求，美国REITs产品的组织结构需要由董事会或基金托管人管理，美国纳税法人以公司形式纳税，要求拥有超过100名股东，以及最近半个财务年前五大个人股东持股比例不能超过50%。REITs产品的价值须由至少75%的房地产、抵押贷款、其他REITs证券、现金或

政府证券构成，至少95%的收入需要来自资产出售、租金、贷款利息或股息。对于股利分配，美国要求REITs产品将应纳税收入的90%及以上作为红利分配给股东。

美国REITs产品的主流结构包括UPREITs结构和DOWNREITs结构，具体如图5.4和图5.5所示。

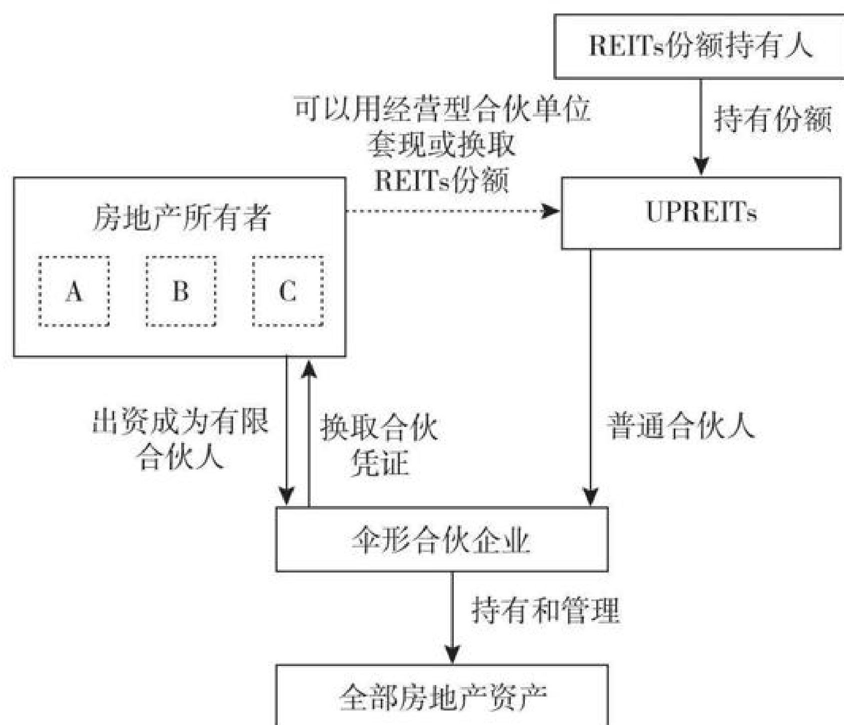


图5.4 UPREITs结构

UPREITs结构在美国REITs中被广泛采用，其设立流程为：房地产所有者以物业资产出资设立经营性合伙企业并成为其有限合伙人；UPREITs公司以其募集资金向经营性合伙企业出资，成为普通合伙人；有限合伙人在一段时间（通常是1年）后，可以将持有合伙企业份额转换成REITs份额或现金，从而获得流动性。

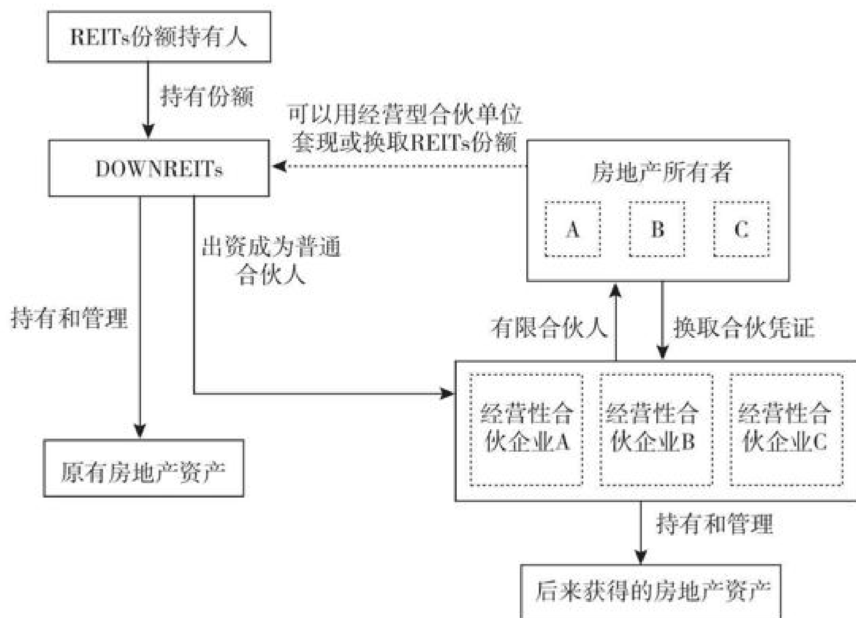


图5.5 DOWNREITs结构

DOWNREITs结构中并不存在固定的合伙人实体，而是通过成立一个新的合伙人实体完成每一次的收购交易，来享受税收优惠。DOWNREITs通过在市场发行股票筹集资金，其自身原本持有部分房地产资产，但为了在收购房地产资产中享有税收优惠，将和相关房地产所有者合伙成立新的经营性合伙企业，DOWNREITs以资金出资，成为新合伙企业的普通合伙人，房地产所有者以资产出资成为新合伙企业的有限合伙人，并获得新合伙企业的合伙凭证。新合伙企业持有和管理后来获得的房地产资产。

以此类推，为收购更多房地产资产，DOWNREITs将和更多房地产企业合伙成立新的经营性合伙企业，以实现REITs旗下资产的扩张。随着DOWNREITs结构的发展，原有房地产资产在DOWNREITs旗下的资产比重将不断下降，DOWNREITs也将由直接持有物业的模式发展成为通过不同项目公司间接持有物业的模式。若把新成立的项目公司看成一个统一的整体，那么DOWNREITs结构仅是UPREITs结构的轻微变种。

第六章

亚太REITs：各具特色

亚太地区上市REITs的市场规模占全球市场的15%，其中澳大利亚、日本、新加坡、中国香港是4个最具代表性的市场。澳大利亚在1971年推出了第一只上市REITs，至今已经历了近50年的发展。日本REITs市场始于2001年。澳大利亚REITs市场曾是全球第二大市场，现阶段，澳大利亚和日本REITs市场基于市场波动，交替成为全球第二和第三大市场。新加坡于2002年推出REITs，是亚洲第二大REITs市场，也是亚洲第一个允许跨境资产发行REITs的国家；中国香港REITs市场发展历史不长，2005年第一只REITs上市，其规模排在日本和新加坡之后，目前是亚洲第三大市场。

澳大利亚A-REITs：合订证券

澳大利亚在1971年推出公开上市的REITs（英文简称A-REITs），但其发展状态一直不温不火。但到2002年，A-REITs市场开始历时5年的爆发式增长，年复合增长率高达67.7%。虽然2008年金融危机对澳大利亚不动产市场产生了巨大的负面冲击，但是REITs市场很快就得到恢复，2009—2018年，A-REITs维持了29.16%的年复合增长率。截至2018年年底，澳大利亚已经有55只REITs产品，平均市值达29.37亿美元，总市值达1615.4亿美元。1992—2018年A-REITs市值与产品数目如图6.1所示。

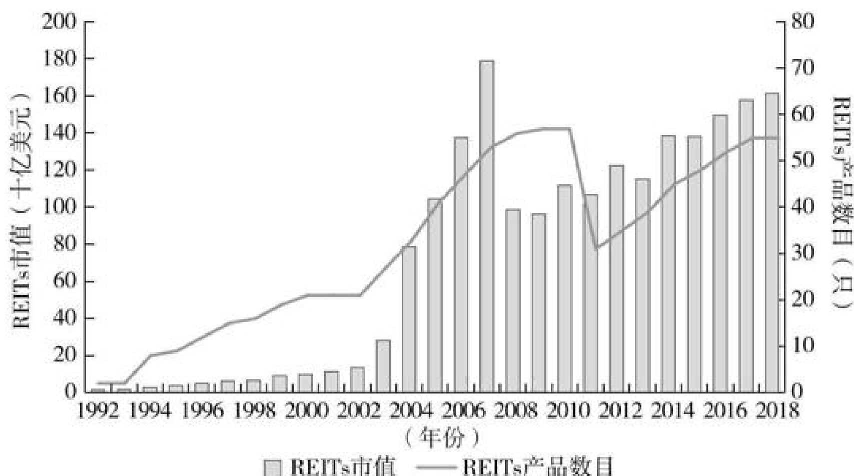


图6.1 1992 —2018年A-REITs市值与产品数目

资料来源：彭博。

A-REITs的资产类别中，零售和购物中心、综合不动产、工业和仓储占比相对较大，总市值合计为1　584.9亿美元，占A-REITs总市值的98.1%。相对于美国市场，A-REITs投资的物业种类较为集中，零售物业市值占市场42.3%的份额。在A-REITs发展的早中期，市场偏好出租型公寓，但现在，A-REITs覆盖了更多的资产类型。此外，澳大利亚有超过20只上市基础设施REITs，资产类别包括公路、机场和铁路等。A-REITs资产类别的市值占比情况如图6.2所示。

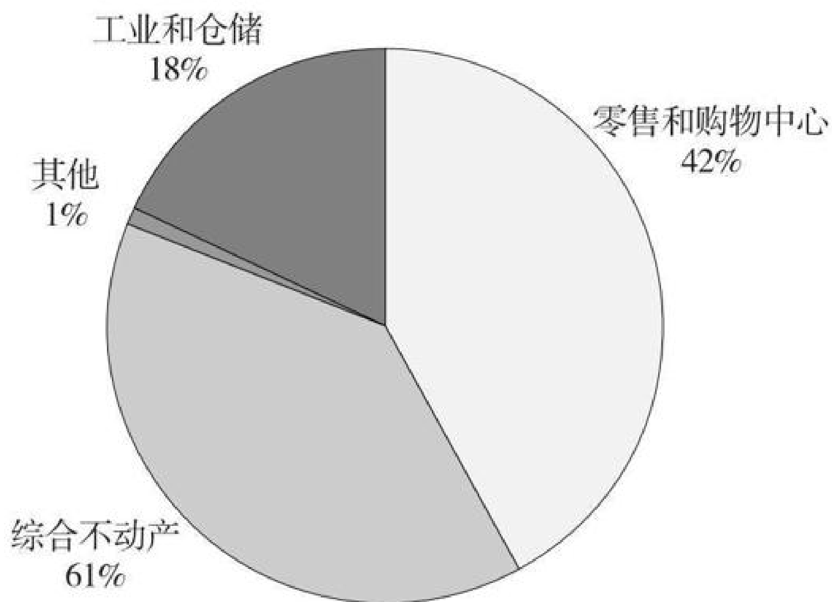


图6.2 A-REITs资产类别的市值占比情况

资料来源：彭博。

A-REITs的稳健发展得益于澳大利亚对投资者和基金管理者的税收优惠政策。政府为了鼓励REITs的发展，规定当单个投资于成熟物业的REITs产品拥有300名以上投资者时，交易可以免除印花税。此外，A-REITs派发股息不再进行二次征税，基金管理费也不需要缴纳商品及服务税（GST）。

A-REITs市场的发展主要分为4个阶段：起步阶段（1971—1992年）、迅速扩张阶段（1993—1997年）、并购重组阶段（1998—2007年）、金融危机后阶段（2008年后）。

起步阶段（1971—1992年）

A-REITs采用英国普通法中的信托原则。1956年，澳大利亚高等法院确认单位信托基金（契约型基金）有权享有税收优惠，信托税收中性的判决促成了第一批REITs雏形的产生。

1971年，澳大利亚联实（Lendlease）创立了全球第一只商业地产信托——通用物业信托（General Property Trust），并于同年在澳大利亚证券交易所挂牌交易。随后A-REITs市场涌现出一批上市或未上市的

房产信托，在税收中性的前提下满足了澳大利亚中产阶级对高收益投资产品的需求。

REITs在发展初期由未上市的地产投资信托带动，1987年澳大利亚股票市场崩溃，导致大量的资金从二级股票和债券市场流出，并流入未上市的地产投资信托中，使A-REITs在创立20余年后首次得到市场的重视。随后，未上市的地产投资信托在流动性方面的弱点逐渐明显，无法满足法律规定的60天变现要求，使REITs市场又陷入了一片混乱。为了从根本上解决流动性问题，A-REITs被允许在澳大利亚证券交易所上市。

迅速扩张阶段（1993—1997年）

1993年后，随着澳大利亚新移民带来的房地产市场的增长，REITs也迎来了黄金发展期。1997年的亚洲金融危机对澳大利亚金融市场也造成了一定的冲击，许多在股票市场损失惨重的机构投资者开始寻求更加安全、风险尽可能分散的新的投资目标。与股票市场相关性较低的REITs产品正好迎合了这些投资者的意愿，机构投资者，尤其是寿险公司，将大量资金从传统的证券市场转入REITs市场。

并购重组阶段（1998—2007年）

1998年，A-REITs为了进一步降低运营成本，掀起了一波并购浪潮，一些规模较大的REITs开始不断扩大规模，或对规模较小的REITs进行并购重组。1997年，仅有6%的REITs拥有10亿澳元以上的资产，随着更多REITs的并购重组，1998—2007年，A-REITs市场总市值呈稳定上升趋势，且在并购扩张的大趋势下，单个A-REITs的市值飙升，其市场集中度大幅提升，到2004年，有超过一半的REITs拥有10亿澳元以上的资产。这股并购热潮还从国内市场蔓延到了国际市场，许多跨国集团REITs随之产生，这种集团化REITs能分散风险，而且投资REITs可以免基金管理费，这严重威胁了地产证券基金。

金融危机后阶段（2008年后）

在2008年全球金融危机中，A-REITs遭受了重创，2008年年末价格指数（澳大利亚S&P/ASX　200指数）较2007年年末同比骤降57.39%。

与美国REITs市场后续快速恢复不同，A-REITs市场随后进入缓慢恢复阶段，直到2018年年末，价格指数仅恢复到2007年年末的65.14%，较全球金融危机前的高点仍有较大的差距。

根据澳大利亚信托法，A-REITs需满足几个条件，其中包括75%的资产是房地产资产，50%的收益来自物业出租，以及全部的税后收益分配给投资者。相对于美国信托法，澳大利亚信托法对REITs产品税后收益分配的要求更严格。澳大利亚有两种常见的REITs，一种是外部管理的独立单位信托，另一种是内部管理的合订证券（stapled-securities）。澳大利亚合订证券结构如图6.3所示。

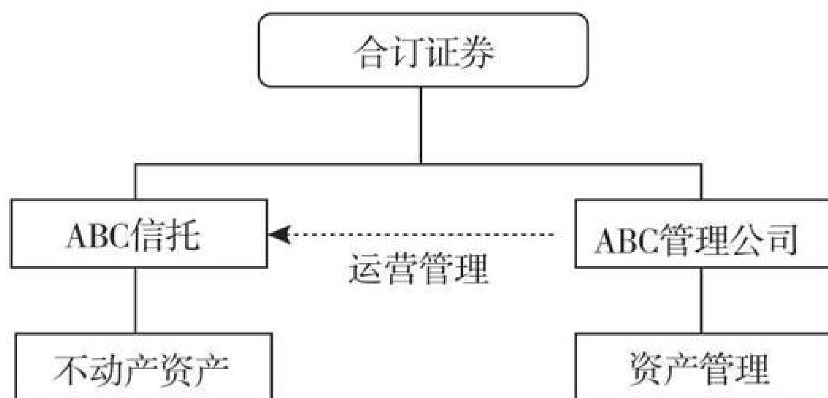


图6.3 澳大利亚合订证券结构

合订证券占A-REITs市场的主导地位。合订证券将REITs的一个信托单位和REITs管理公司的一份股份捆绑在一起，要求投资者必须同时持有。这种结构把管理公司的利益和股东的利益联系在一起，从结构上减少了利益冲突。在这种结构下，收租型物业由REITs持有，管理公司为其提供运营管理服务，同时开展房地产物业的开发建设工作。A-REITs与物业管理公司合订上市可以提高业绩，吸引更多的投资者。同时，合订证券结构还可以扩大投资的范围和领域，合理规避法律对主动开发和未依靠稳定现金流投资的限制。

日本J-REITs：亚洲第一

日本市场的第一只REITs（英文简称J-REITs）于2001年公开上市，截至2018年年末，日本市场共有上市REITs产品59只，总市值高达

11.85万亿日元，折合美元约1 069.2亿美元。

J-REITs的发展借鉴了美国市场的经验，J-REITs均以公司形式成立，为外部管理模式，即与资产管理公司签订合约进行不动产管理。日本在20世纪90年代的资产泡沫后经历了漫长的经济衰退，经济跌入负增长区间，房地产市场长期低迷。2000年，日本为了刺激房地产市场，推动资金流入，将J-REITs作为商业地产新开发项目的资金来源。2001—2007年，J-REITs市场发展迅猛，市场规模增至最初的40倍，年复合增长率为85.7%。金融危机后，2009—2018年，J-REITs市场年复合增长率分别为85.7%和20.8%。尤其是近几年，随着日本政府经济刺激和量化宽松政策的实施，日本中央银行对J-REITs产品的大量购买和日本持续低利率的经济状况对J-REITs市场的发展产生了积极推动作用。另外，受益于2020年东京奥运会的举办，日本经济和不动产热度从东京等大都市圈逐渐向中小城市蔓延，到2015年，J-REITs的总市值已经排世界第二。截至2018年年底，日本有59只REITs产品，平均市值18.12亿美元，为美国REITs产品平均市值的40%。1992—2018年J-REITs市值与产品数目如图6.4所示。

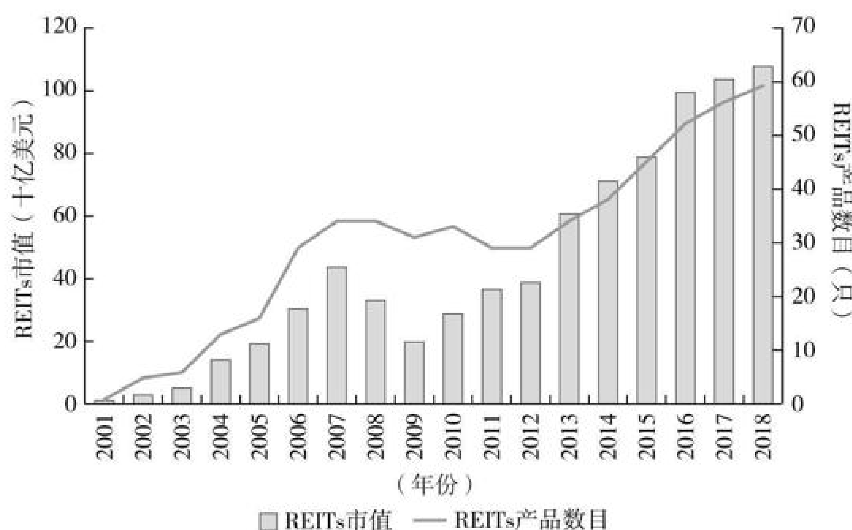


图**6.4 1992 —2018**年**J-REITs**市值与产品数目

资料来源：彭博。

J-REITs的分派收益率低于新加坡和中国香港，仅为4.3%，杠杆率44%，为亚洲最高，市场整体呈溢价状态，平均市净率为1.04。与其他

海外市场相比，J-REITs市场的平均股息率相对较低，但考虑到日本长期实行零利率甚至负利率政策，J-REITs的投资收益仍是比较丰厚的。日本投资多种房地产的综合不动产REITs的市场规模最大，占总规模的36%。单一物业型J-REITs中，写字楼REITs占比最大，占总规模的21%，酒店和公寓REITs分别占市场总规模的14%和10%。值得一提的是，酒店REITs产品的平均市值最高，为30.21亿美元，是其他REITs平均市值的2～3倍。J-REITs资产类别的市值占比情况如图6.5所示。

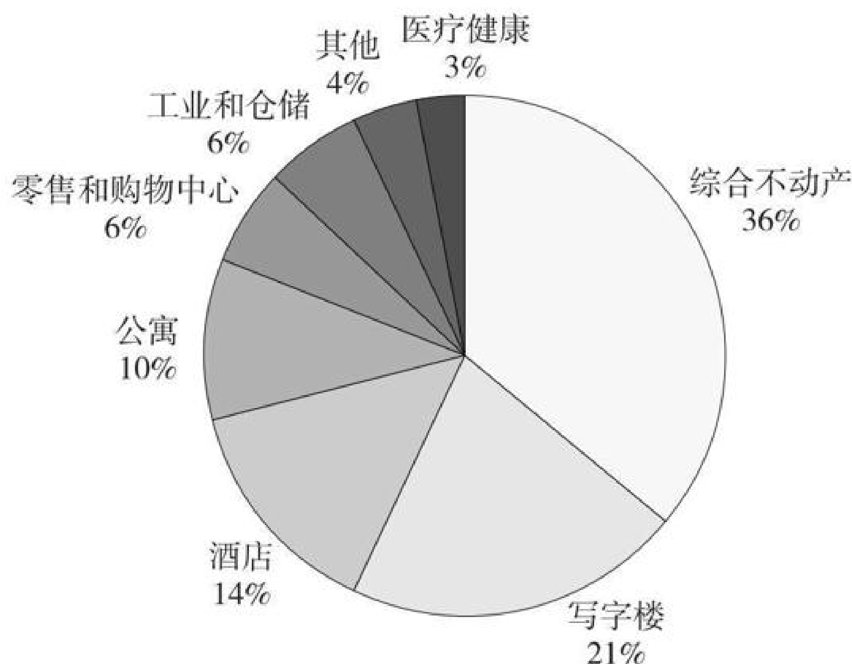


图**6.5 J-REITs**资产类别的市值占比情况

资料来源：彭博。

J-REITs市场的发展主要分为3个阶段：酝酿阶段（2000年以前）、起步阶段（2001—2009年）、量化宽松后阶段（2010年后）。

酝酿阶段（2000年以前）

1988年12月，日本成立房地产证券化研究理事会。1996年11月，成立日本版房地产投资基金研究组。1998年9月，亚洲金融危机后，日本实施《特殊目的公司实现特定资产流动化法》，规定特殊目的公司可

以对不动产进行证券化，为J-REITs的发展奠定了法律基础。2000年5月，政府对该法进行修订，增设特殊目的信托（SPT）为不动产证券化的形式。同期，日本政府对《关于投资信托以及投资法人法》进行修订，承认了房地产投资公司的合法性，并允许投资信托对房地产进行投资，为日本REITs提供了投资信托和投资公司两种投资载体。

起步阶段（2001—2009年）

2001年9月，由日本三菱地所和三井不动产两大房地产巨头联合发起的两只日本REITs产品，在东京证券交易所上市交易，标志着J-REITs的诞生与起步。

J-REITs对日本金融体系具有补短板作用，其基本上属于锁定经营范围、收益全数分派的一类特殊股份有限公司，具有稳健和传统的特征，一方面提高了房地产的流动性，另一方面增加了金融产品的多样性。但当时，J-REITs仍处于起步阶段，和具有半个世纪发展历史的美国REITs市场相比，J-REITs市场还有很大的成长空间。

J-REITs的税率优惠特性吸引了众多机构投资者，市场规模迅速扩容。2006年，J-REITs总市值达6.82万亿日元。但随着2008年全球金融危机的爆发，J-REITs发展萎靡，投资者大幅减少。

量化宽松后阶段（2010年后）

自2010年12月起，日本央行为复苏日本房地产市场，主动购入J-REITs份额，以变相推行量化宽松政策。日本央行于2012年12月开始推行量化宽松政策，以每年900亿日元的速度购入J-REITs，是以往购入速度的3倍。随着日本经济的复苏，房地产市场开始上涨，REITs引来了新一轮的黄金期。2012年7月，日本政府出台“日本再生战略”，宣称2020年要实现J-REITs市场规模比2011年增长一倍的目标。2015年11月19日，日本央行宣布维持量化宽松，继续以每年900亿日元的速度购买J-REITs。日本央行持有J-REITs超过2 641亿日元，而且仍在购买。可见，J-REITs已经成为日本政府执行量化宽松政策的重要工具。

日本房地产市场受国内外投资者的追捧，主要是因为日本受美国升息的影响较小，房地产市场与全球其他金融市场的相关性极低，是全球主要REITs市场中预期后市表现最好的市场。此外，日本成功取得2020

年东京奥运会主办权重新点燃了民众希望，大量的基础设施加速建设，奥运会的筹办促进了日本的酒店、公寓等不动产行业的蓬勃发展。同时，日元的汇率优势以及日本的生活质量等优势，都刺激着日本房地产市场向好，未来J-REITs将迎来一个较以往更好的投资机会。

J-REITs的产品结构主要是，独立投资组合公司（SPC）以房地产的投资、运营为目的，向投资者发行证券以募集资金，通过购入、持有房地产产生收益，并向持有证券的投资者分红。J-REITs均采用外部管理模式，设有董事会，但是法律禁止其开展资产运营等实质性业务，所以主要是以资产管理公司对J-REITs旗下不动产进行管理的模式为主。独立投资组合公司的主要职能是持有资产，并且将资产管理、资产保管和一般事务分别委托给资产管理人、资产托管人和一般事务受托人。资产管理人受托管理REITs资产，主要职责是选择投资标的，确定租赁条件，设计并实施房地产修缮计划，制定财务战略，实行必要的资金调配等。资产托管人受托保管REITs资产，在日本，托管人为信托银行，其主要职能是按照委托人的意图，计算和管理基金资产。一般事务受托人主要负责会计、纳税、投资法人债等相关事务的处理。另外，还要聘请物业运营公司进行物业运营管理。J-REITs的产品结构如图6.6所示。

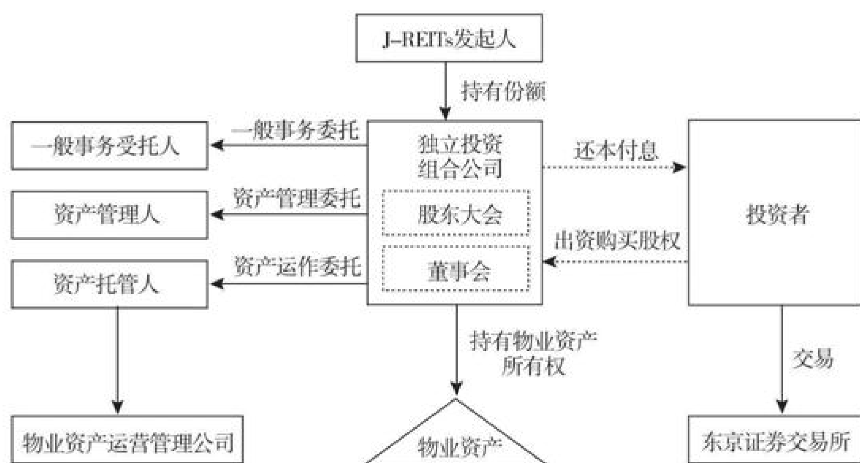


图6.6 J-REITs的产品结构

新加坡S-REITs：国际化

新加坡是亚洲继日本之后第二个推出REITs的国家，是亚洲第二大

REITs市场，也是亚洲第一个允许跨境资产发行REITs的国家。2002年7月，新加坡的第一只REITs——凯德商用新加坡信托在新加坡交易所成功上市。截至2018年年末，在新加坡交易所上市的REITs（英文简称S-REITs）已经达到31只，总市值达到563.9亿美元。

新加坡金融市场以国际化程度高著称，其REITs市场也不例外，S-REITs持有的基础物业除位于新加坡本国外，还有较高比例位于马来西亚、中国、印度尼西亚、美国、欧洲等地，形成了其鲜明的特色。超过75%的S-REITs和房地产信托拥有新加坡以外的资产，其中15只REITs完全由外国资产组成。

S-REITs的发展经历了3个增长周期，2003—2007年，S-REITs数量从0增长到14只，其市值在5年间从10.1亿美元增至156.6亿美元，年复合增长率为98.2%。2008年金融危机后，S-REITs的市值略有回落，其中2008—2010年没有新的REITs产品发行。2008—2014年，S-REITs的规模面临新一轮增长，年复合增长率为26.9%。2015年，S-REITs产品数量较2014年没有变化，市场总规模略有下降，随后一直到2018年，S-REITs市场规模才有所反弹。S-REITs市场自推出产品后的15年里，保持着高达30.9%的年复合增长率。截至2018年年底，新加坡已经有31只REITs产品，平均市值达18.19亿美元，与J-REITs的平均市值接近。2003—2018年S-REITs市值与产品数目如图6.7所示。

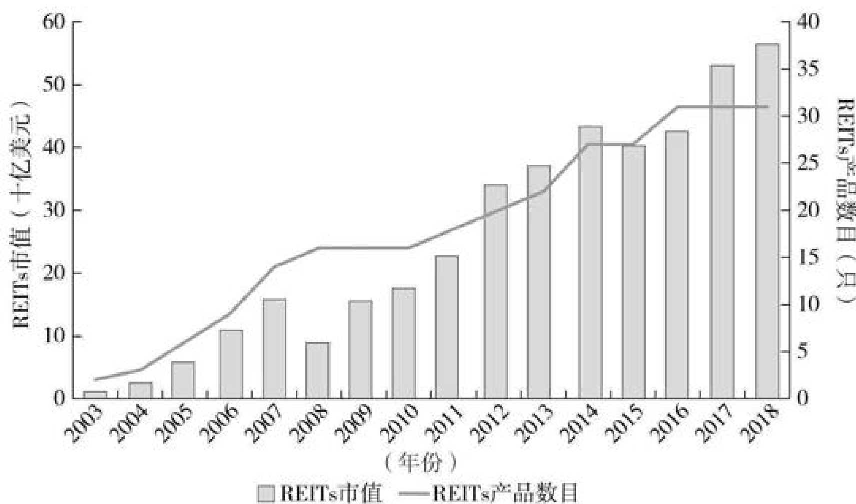


图6.7 2003 —2018年S-REITs市值与产品数目

资料来源：彭博。

截至2018年年底，新加坡共有31只REITs，分派收益率6.6%，为亚洲最高，杠杆率居中，为34%，市场整体呈溢价状态，平均市净率为1.03。在股息率方面，S-REITs始终处于全球前列，2018年达到5.05%。2018年S-REITs按基础资产类型分类，综合不动产REITs市值占比达51%，具体如图6.8所示。此外，零售和购物中心占22%，工业和仓储占11%，三种主要类型的基础资产REITs占新加坡REITs市场总规模的80%左右。

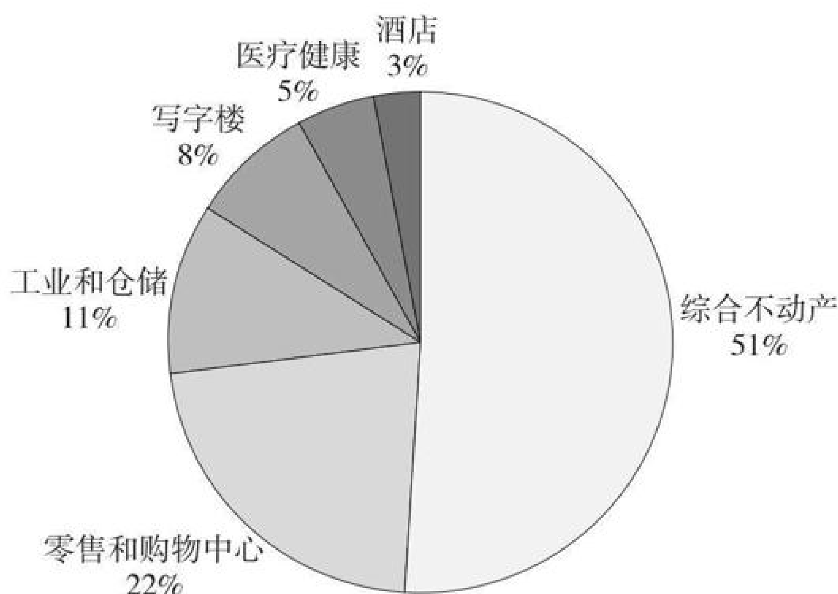


图6.8 2018年S-REITs资产类别的市值占比情况

资料来源：彭博。

S-REITs市场的发展历程大致可以分为3个阶段：起步阶段（1997—2007年）、调整阶段（2008—2009年）、快速发展阶段（2010年后）。

起步阶段（1997—2007年）

20世纪80年代，新加坡经济严重衰退，房地产行业发展萎靡。新加坡政府与一些私营机构和地产公司联合成立了新加坡房地产咨询委员会，并在1986年首次提出将REITs作为振兴房地产市场的工具之一引入新加坡市场。

1998年，东南亚金融风暴对新加坡房地产市场造成重大影响，新加坡随即提出设立S-REITs，以振兴新加坡房地产市场。1999年，新加坡金融管理局发布了第一版《新加坡房地产基金指引》，为S-REITs的发展奠定了基础，标志着S-REITs的正式起步。按照《新加坡房地产基金指引》，S-REITs可以以公司或信托的形式成立并上市；S-REITs持有、管理房地产及相关资产的收入，扣除支付给受托人、REITs管理人、物业管理人的费用后，全部以股利形式支付给投资者。

然而，《新加坡房地产基金指引》出台后，并未引起市场的快速反应，其原因在于，新加坡私人房地产开发商认为，该版本的S-REITs在税收优惠政策上存在模糊性，是开发商参与REITs设立的一大障碍。

据此，为了加快S-REITs的落实，新加坡对《证券和期货法案》（Securities and Futures Act）进行了修订，新加坡税务部门也制定了相关规定，明确界定了上市REITs这一类别，对S-REITs各种收入所得税的征收情况以及同税收相关的行政办法进行说明，明确规定S-REITs只要遵守分红比例（90%）要求，其在REITs层面免征所得税，只在投资者层面征收，避免了重复征税问题。

在多项政策的推动下，2002年7月，新加坡第一只REIT——凯德商用新加坡信托在新加坡交易所主板成功上市，S-REITs正式落地。在随后几年中，新加坡为推动REITs发展，先后修订颁布了《证券和期货法案》《证券期货法则》《新加坡公司法》《单位信托手册》等，进一步规范完善了REITs的运营管理。

从S-REITs的起步不难看出，经济金融形势是助推REITs发展的重要因素。S-REITs从提出到正式推出指引文件，都伴随着新加坡国内经济形势呈弱势的宏观环境，是新加坡激活金融市场、促进经济复苏的有力工具。

调整阶段（2008—2009年）

2007年，美国次贷危机爆发，新加坡金融市场受到巨大冲击，S-REITs上市进程严重放缓，2008年仅有一只REITs成功上市，而2009年，S-REITs上市数目为零，次贷危机带来的连锁反应导致S-REITs的发展陷入停滞。

快速发展阶段（2010年后）

次贷危机过后，新加坡政府坚定了打造亚洲金融中心的决心，加上REITs提振经济发展的重要作用，新加坡政府对REITs非常重视，在税收政策等方面给予充分支持，很多尚未开放REITs的国家的房地产企业纷纷到新加坡上市，S-REITs迎来快速发展阶段。2010年年初，新加坡市场第二波REITs上市潮来临，并于2013年达到峰值。截至2018年年末，在新加坡交易所上市的REITs已经达到33只，总市值也从2005年7月的66.8亿美元增长到565.42亿美元左右，新加坡成为亚洲第二大REITs市场。

S-REITs可以以公司法人或信托的形式成立并上市。若REITs以公司法人形式设立，则该基金必须在新加坡交易所公开募集资金。若以信托形式设立，则必须指定经政府金融部门许可的受托人，此受托人必须独立于基金经理人，同时符合金融体制的要求。此形式下，S-REITs可以公开或私下募集资金。S-REITs的产品结构如图6.9所示。

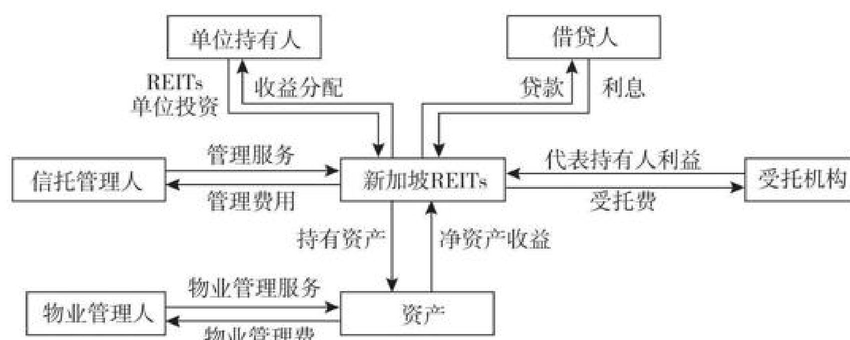


图**6.9 S-REITs**的产品结构

信托模式下的S-REITs管理人根据新加坡交易所上市规则以及信托契约发行REITs份额，用募集的资金开发房地产项目或购买相关资产；S-REITs管理人需要负责资产的日常管理与经营，并聘任物业管理人管理房地产项目及相关资产；受托人则根据信托契约为REITs份额持有人的利益持有REITs资产，同时代表REITs份额持有人的利益监督REITs管理人的投资行为。房地产项目及相关资产的收入，在扣除各种费用及贷款利息后，全部作为可分派收益支付给投资者。

此外，新加坡市场还拥有更为灵活的股权型资产证券化工具，即商业信托，其与S-REITs的区别如表6.1所示，商业信托在资产类别、投资活动、杠杆率等方面均不受限制，但不具有S-REITs的税收优势。

表6.1 S-REITs与商业信托的区别

	S-REITs	商业信托
监管框架	《集体投资计划守则》	《商业信托法案》
公司治理相关实体	独立的受托人和信托管理人	受托管理人为单一责任实体，它的作用类似于信托管理人和受托人的结合
除去信托管理人/受托管理人	由多数（50%以上）信托单位持有人表决支持	由不少于75%的信托单位持有人表决支持
资产行业	仅限于房地产	—
投资限制	75%的资产投资于产生收入的房地产；不可以从事房地产开发活动，除非房托基金计划在开发完成后持有该物业，地产开发活动不包括翻新和修缮；若空置土地将要开发，则房地产企业可投资空置土地。不可投资抵押贷款（抵押贷款支持证券除外）；房地产开发活动和未完成的房地产开发合同的总价值不得超过总资产的10%等	—
杠杆率限制	45%	—

香港H-REITs：一枝独秀

相对于其他成熟市场，中国香港REITs（英文简称H-REITs）市场发展历史不长，自2005年第一只REITs领汇REIT（于2015年更名为领展REIT）上市至今，H-REITs的发展已有15年的历史，截至2018年年末，H-REITs市场共有11只REITs，[1]市值达335.3亿美元，是亚洲第三大市场。

2005年11月，领汇REIT上市，计划融资额为198亿港元，发行价为10.3港元。14年后，领展REIT成为亚洲REITs之王，截至2019年6月30日，领展REIT的单位价格为96.00港元，市值为2 024.95亿港元，合259亿美元左右，占H-REITs市场总市值的61.61%，是亚洲规模最大的REIT。根据领展2018/2019财年的中期报告，领展REIT在香港有138处物业，包括零售物业面积83.6万平方米、发展中物业面积8.4万平方米和61 000多个停车场泊车位，其中香港物业估值占91.8%，其余均为内地物业。

香港金融发展局在2013年发布的《发展香港成为房地产投资信托基金的集资中心》中提及，香港作为全球最大的IPO市场之一，欢迎更多的房地产企业赴港上市。但实际情况是，H-REITs市场发展速度低于预期，2005年至2019年6月，仅有11只REITs产品上市。自2005年推出至2018年年底，H-REITs市场总市值以16.56%的年复合增长率高速增长。截至2018年年底，香港11只REITs产品的平均市值达到32亿美元，远超日本和新加坡REITs产品的平均市值。事实上，领展REIT在H-REITs市场一枝独秀，H-REITs市值增长率主要由领展REIT贡献，贡献率为56.64%。2005—2018年H-REITs市值与产品数目如图6.10所示。

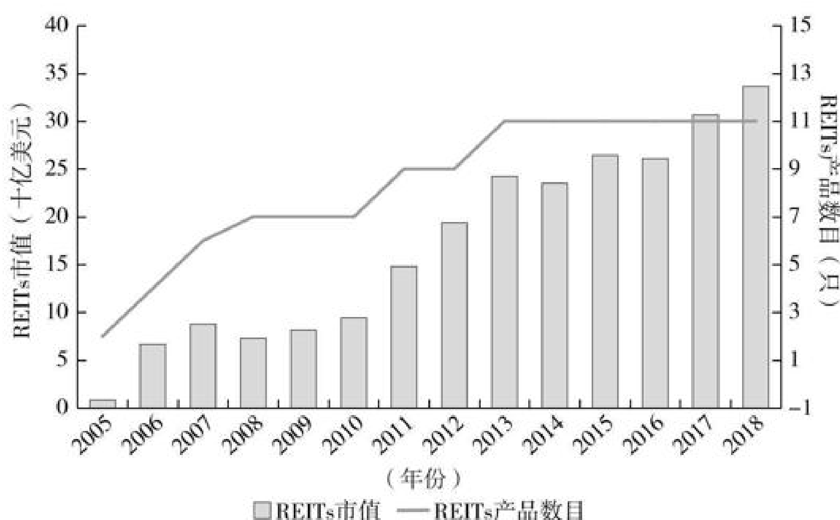


图6.10 2005 —2018年H-REITs市值与产品数目

资料来源：彭博。

香港房地产价格位居全球前列，人口密度相对集中，这使香港核心物业的现金流和估值相对较高，适宜作为REITs的投资标的，H-REITs市场中零售物业资产占比较高这一情况与其经济结构相契合。与S-REITs市场相比，H-REITs的平均股息率稍低，2018年为4.40%。H-REITs产品主要覆盖香港和内地的商业资产，包括零售、商铺、酒店和工业物业等。香港物业种类相对单一，主要以零售、综合地产为主。主要原因是香港商业物业被几大家族掌握，其他地产商难以从这些发展商手中收购香港物业。近年来，越来越多的H-REITs瞄准内地市场。截至2018年年末，H-REITs按基础资产类型主要分为零售和购物中心、写字楼、酒店及综合不动产REITs，其中以领展REIT为主的零售和购物中心REITs为第一大

板块，市值占比达62%；综合不动产REITs市值占比达20%，写字楼REITs占比为14%，酒店REITs占比为4%。

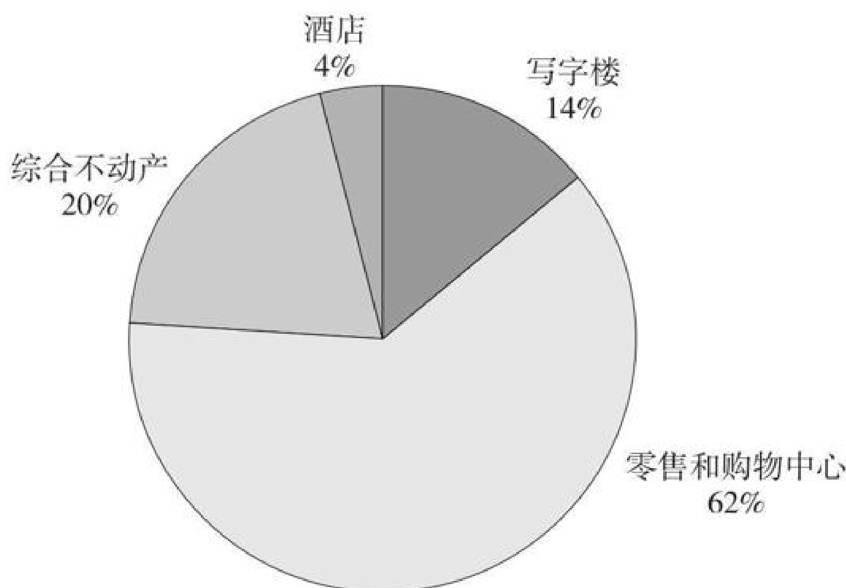


图6.11 H-REITs资产类别的市值占比情况

资料来源：彭博。

香港从2003年开始制定REIT上市的相关法律，到2005年首只REITs上市，后经过多年的发展，其REITs市场日趋成熟。纵观H-REITs的发展历程，H-REITs有着非常强烈的政策驱动色彩。与美国、澳大利亚和其他亚洲市场的REITs以税收优惠驱动为主不同，中国香港对REITs的规范通过专项立法、修改有关法律实现，随着监管口径的变化，H-REITs的发展大致可分为3个阶段：政策落地与完善阶段（2003—2005年）、强化收购兼并监管阶段（2006—2010年）、适度放宽投资范围阶段（2011年后）。

政策落地与完善阶段（2003—2005年）

2003年4月，随着REITs在日本、新加坡、韩国等亚洲市场推出，香港证监会计划在中国香港市场推出REITs。为此，香港证监会详细研究了海外市场REITs的发展情况，并结合香港市场现状，草拟了H-REITs的基础性文件《房地产投资信托基金守则》。根据《房地产投资信托基金

守则》，H-REITs以信托方式设立，主要投资于房地产项目的集体投资计划，有关基金旨在向持有人提供来自房地产租金收入的回报。随后，在2003年7月的咨询总结中，香港证监会明确指出，REITs是结合上市公司和公募基金特点的产品，因此REITs的监管规则需要同时顾及上市公司及基金活动两个层面。

2005年2月，香港证监会拟修订《单位信托及互惠基金守则》，允许公募基金投资REITs；2005年4月，香港证监会允许公募REITs投资海外房地产项目。2005年的修订内容主要包含两个方面，一方面是允许公募基金投资公募REITs。证监会认为公募REITs具有与其他上市证券相同的信息披露要求，且透明度高，价格连续，显示出回报稳定的特征，因此公募基金可以合理地对其价值进行判断，能够有效降低投资组合的风险。因此，香港证监会允许公募基金投资公募REITs，并设置了公募基金组合投资、“双10%”的限制。另一方面是允许公募REITs投资海外资产，即允许非香港的物业组合在香港上市交易。此外，为了与国际市场的REITs要求持平，提升香港公募REITs的竞争力，并利于管理人优化管理，香港决定将杠杆比例从35%上调至45%。

通过上述政策的制定实施，H-REITs完成基本框架的搭建，2005年年末，领汇REIT、泓富REIT先后在香港交易所上市，其中市值达220多亿港元的领汇REIT成为世界范围内规模最大的REITs之一；2005年12月，越秀REIT在香港交易所上市，其标的物业为越秀企业在广州的财富广场、白马大厦以及城建大厦等，成为H-REITs标杆项目。

强化收购兼并监管阶段（2006—2010年）

随着市场的发展，存续公募REITs对并购的需求日益凸显。香港证监会认为公募REITs与传统公募基金不同，其资产是不可互换的，性质与上市公司接近，收购兼并的监管应与上市公司的收购兼并相一致。从投资者的角度看，尽管公募REITs在法律结构上采用信托制，与公司制不同，但其投资者享有的权利在本质上非常相似。因此，2010年，香港证监会将公募REITs纳入《公司收购、合并及股份回购守则》的监管范围。在此期间，香港市场又先后成立了冠君REIT、阳光REIT、富豪REIT、睿富REIT、置富REIT等，市场规模进一步扩大。

适度放宽投资范围阶段（2011年后）

在2003年制定《房地产投资信托基金守则》时，香港证监会对REITs投资空置或正在进行大规模开发的物业做出不能超过REITs资产净值10%的限制，原因在于物业开发通常需要大量资金，这与REITs具有稳定收益的投资工具的定位不符。此外，香港证监会为了突出REITs的房地产投资属性，禁止REITs投资房地产及现金以外的资产。对于上述规定，一些业内人士认为应当设置较高的比例，原因在于REITs购买的目标物业未必完全符合REITs的设计要求和规格，而重建这些物业的资金可能较大。同时，在项目早期参与开发，可以让REITs享有较低的物业购买成本。此外，放宽投资限制可以使REITs在房地产投资机会较少时更好地管理REITs持有的现金。因此，2014年1月，香港证监会就修订以上限制向社会公众征求意见，并做出最终修订。根据香港证监会颁布的《房地产投资信托基金守则》，REITs需要经过香港证监会的批准才可以在香港交易所挂牌，其他规定和限制包括：税后净收入90%的金额作为股息分派；REITs管理的商业地产借贷比例最高为资产总值的45%；产品资产总值的至少75%投资产生定期租金收入的房地产项目；REITs可以投资有流动性的金融产品，但不得超过REITs总资产的5%；REITs对房地产的持有期至少为2年（发展中项目则要求自竣工起持有至少2年）；管理人要在任何时候保持物业50%以上的拥有权和控制权等。

中国香港在很大程度上借鉴了美国早期的REITs结构，采取信托制。在这一结构中，房地产企业拥有较大的话语权，而金融机构则相对较弱。具体来看，房地产企业在该结构下的各层级中均承担了重要角色，既是REITs的发起人、持有人，又可作为基金管理人及物业管理人，体现了其对资产非常强的控制力。

根据《房地产投资信托基金守则》，H-REITs的资产必须以信托形式持有商业地产，采用外部管理模式，所持商业物业的所有权和管理权必须彻底分开，且须最低将90%的可分派收入分配给投资者。H-REITs按照法律规定以信托形式组织。其中，受托人代表持有人的利益并持有有关资产管理计划的资产。尽管拥有最终决策权，但受托人并不干预管理人对基金的运营管理，也不干预资产经营，只对管理人行为和资产管理计划的合规性进行监督。受托人一般为银行或银行所属信托机构。受托人如果认为恰当，可以就资产管理计划的有关事宜，寻求独立专业顾问提供咨询服务。

H-REITs的这一特点与当前内地类REITs较为相似，保留了物业方对

物业的较强控制力，这与香港及内地房地产市场的现状有非常大的关系。内地一线城市与香港类似，土地价格不断走高，物业的持有价值相比租金收益更可观，因此物业持有方通常不会放弃物业的控制权，H-REITs与类REITs的架构设计均充分考虑了这一因素。H-REITs的产品结构如图6.12所示。

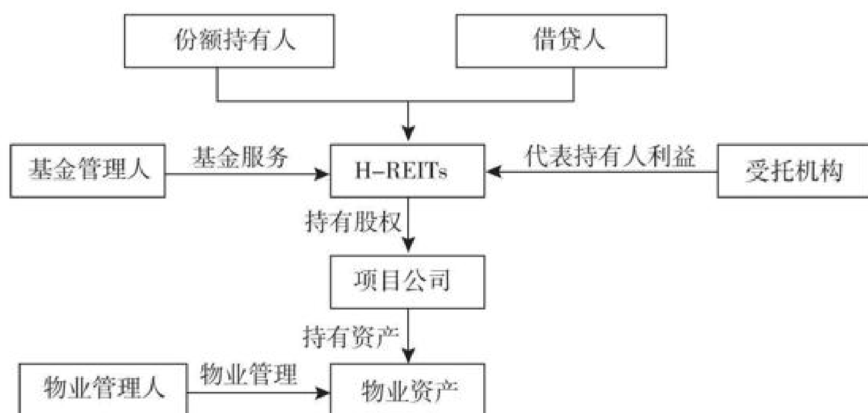


图6.12 H-REITs的产品结构

根据H-REITs的产品结构，物业管理人为具备香港联交所要求的资质的相关管理公司，负责制定和审慎实施REITs的投资战略，对投资计划进行财务管理和现金流监测，策划管理租赁业务，进行例行的楼宇维修管理，协助完成信息披露材料的准备和合规审查等。资产管理公司候选者在为REITs提供服务前，必须通过香港证监会的全面审核和许可。物业管理人可以在不违反管理协议的条件下将底层物业的管理职能转授给第三方服务机构，由独立服务商为租户提供物业服务。

H-REITs的发起人主要为大型地产集团，大型地产集团通过成立全资机构作为REITs的外部管理人，使REITs成为企业自营融资的附属机构，事实承担融资服务的功能。香港上市REITs中，多只分别是由越秀投资、鹰君集团、恒基地产、富豪国际酒店集团等大型地产集团发起成立的，并且各大地产集团成立全资分支机构作为REITs的管理人。发起人不但控制着REITs的管理公司，而且是所发起REITs的第一大股东，对REITs的决策、日常管理有着绝对的控制权。

---

[1] 该统计包含因造假自2010年起等待退市的睿富房地产基金，香港正常运营的REITs有10只。

第七章
其他REITs市场

除美国、日本、澳大利亚、新加坡等规模较大、发展成熟的REITs市场外，在其他地区，如欧洲、南亚等也有REITs市场，欧洲地区国家众多，相关国家的REITs市场均有一定程度的发展，但规模相对较小，南亚地区的印度，作为发展态势良好的发展中国家，近年来也在大力发展REITs，以期解决前期开发的房地产和基础设施的退出问题。不同地区的REITs发展背景不同、形态各异，但均可为我国REITs市场的建设提供有益参考。

欧洲REITs市场

欧洲最早推行REITs的国家是荷兰，早在1969年，荷兰政府就推出了FBI项目，但FBI项目的投资标的不仅仅局限于不动产，还包括被动证券投资组合。其他欧洲国家的REITs发展较晚，法国于2003年启动REITs的发行，德国、英国、意大利于2007年启动REITs的发行，西班牙于2009年启动REITs的发行。其中，英国和法国的REITs市场发展速度最快、市场规模最大。截至2018年年末，欧洲公开上市的REITs的总市值为2 637.69亿欧元，约合2 290.5亿美元。

在1992年的起步阶段，欧洲REITs市场共有25只产品，总规模仅为82.15亿欧元，约合94.56亿美元，仅为美国REITs市场规模的一半。与美国REITs发展趋势相同，欧洲REITs市场也经历了1992—2006年及2009—2018年两个快速增长阶段，其年复合增长率分别为21.4%和17.3%。欧洲REITs的快速增长主要集中于金融危机后，尤其是2009年，欧洲REITs的发展到达巅峰，总规模达到1　987.67亿欧元，约合2 289.11亿美元，与美国REITs市值基本一致。金融危机前后，欧洲REITs的发展主要得益于几个重要欧洲发达国家纷纷推出REITs产品。图7.1列示了1992—2018年欧洲REITs市值与产品数目。截至2018年年底，欧洲已经有197只REITs产品，平均市值达9.27亿欧元，约合10.67亿美元。

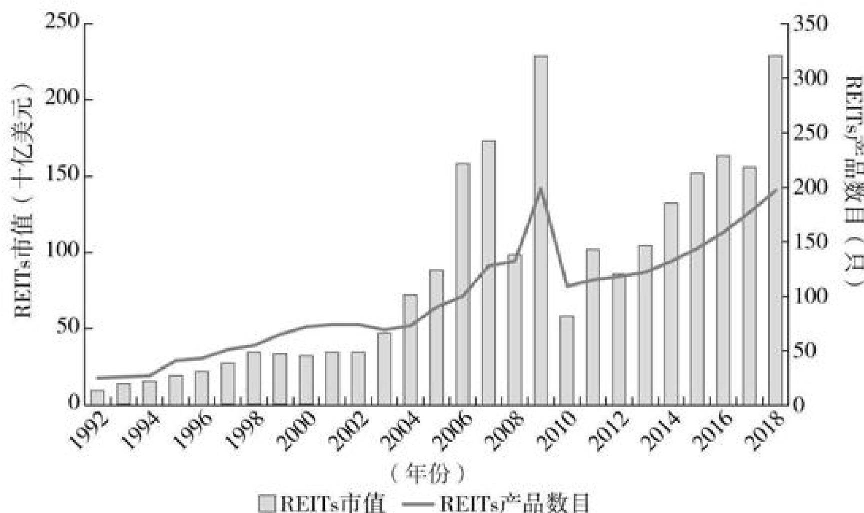


图7.1 1992 —2018年欧洲REITs市值与产品数目

资料来源：彭博。

截至2018年12月，欧洲REITs规模最大的国家为法国，有24只上市REITs，市值为773.70亿欧元，约合890.98亿美元。英国监管机构在2012年重新修订REITs规则，降低了REITs发行主体和投资主体的准入门槛，使REITs更具吸引力。目前，英国有51只上市REITs，市值为683.65亿欧元，约合787.28亿美元。西班牙有66只上市REITs，位列欧洲第三，市值占9%。欧洲REITs的市值分布如图7.2所示。

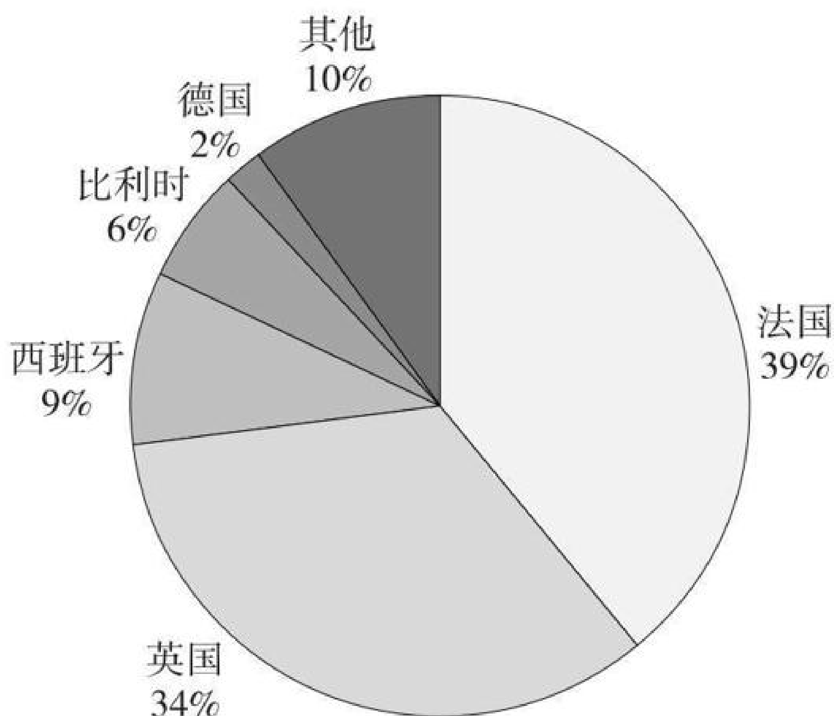


图7.2 欧洲REITs的市值分布

资料来源：彭博。

美国REITs市场在20世纪90年代的崛起，吸引许多关注不动产和REITs产品的投资者到欧洲寻找机会。虽然欧洲各国的经济和房地产市场各有特色，但欧洲REITs的发展是因美国而起，产品设计和规模在很大程度上借鉴美国模式。欧洲REITs市场中综合不动产标的占市场规模的一半，零售和购物中心占21%，写字楼占12%。欧洲REITs资产类别的市值占比情况如图7.3所示。

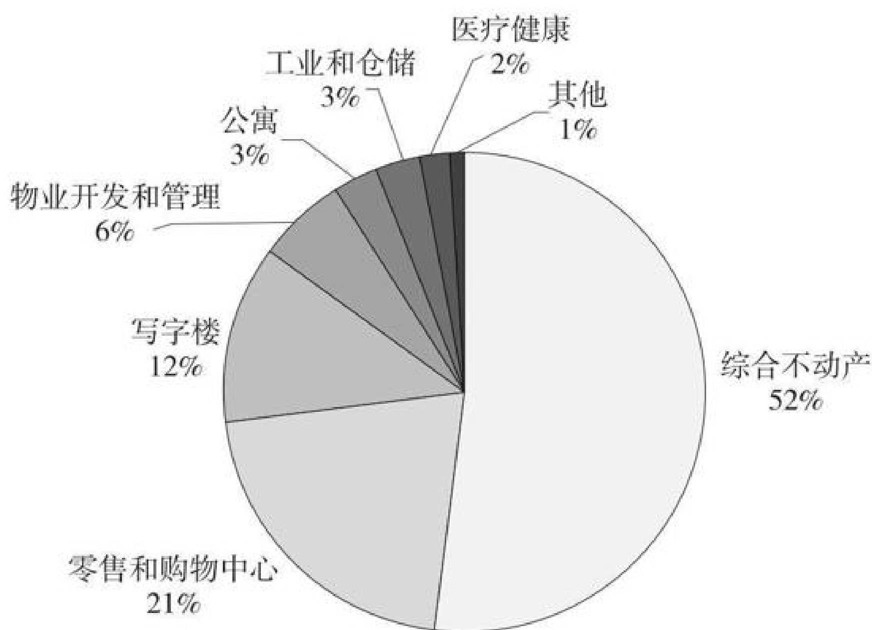


图7.3 欧洲REITs资产类别的市值占比情况

资料来源：彭博。

欧洲REITs市场发展较晚，但依靠其强大的经济基础，REITs自推出以来发展迅速，英国、法国和德国等国都发行了REITs产品。欧洲REITs市场的发展主要分为3个阶段：起步阶段（1969—2006年）、扩张阶段（2007—2011年）、稳定发展阶段（2012年后）。

起步阶段（1969—2006年）

荷兰是欧洲最早推出REITs的国家，其推出的类似REITs的产品FBI，对产品收入实行免税优惠。但由于早期产品结构还不成熟，以及FBI方案受到诸多限制，REITs在欧洲大陆的发展一直非常缓慢。随后于1995年，比利时推出SICAFI，一种相当于REITs的不动产投资工具。虽然SICAFI对产品的投资方向、股本结构等有严格要求，但产品可以享受低税额企业税的优惠，因此仍促进了当地房地产行业的发展。德国于20世纪90年代推出一种由银行保荐的开放式地产基金，称为KAGG。虽然这种产品无法上市，缺乏流动性，但是蓬勃发展的房地产市场及其潜在的巨大机会仍赋予KAGG较高的价值，2001年KAGG市场规模占德国房地产间接融资规模的15%。

扩张阶段（2007—2011年）

英国第一批REITs产品于2007年1月正式落地，短短两个月时间里，伦敦有9家房地产上市公司转换为REITs结构模式。当时英国的租房市场分散、效率低下，所以政府希望通过引入REITs来提高房地产市场的投资效率并消除住房市场的泡沫。2007年第一批REITs推出后，英国随即面临全球金融危机。德国也于2007年房地产低迷期推出并通过了REITs法案。德国拥有欧洲最大的房地产市场，但德国的房地产公司只拥有和管理其中很少一部分。德国REITs的特点在于无法上市，所以相对于其经济体量而言发展缓慢。与此同时，欧洲大陆其他国家的REITs市场也在火热推进。2007年，荷兰对FBI制度进行修订，降低准入门槛、废除投资FBI的外国股东限制，吸引更多资金流入。2009年，西班牙通过了REITs法案。截至2011年，已经有13个欧洲国家开始推动REITs的发展。

稳定发展阶段（2012年后）

2012年，英国当局为吸引更多REITs产品来英国上市，对REITs产品体系进行重大调整，降低其准入门槛，提升产品流动性，通过独特的税收优惠降低成本。在随后的5年时间里，有超过30只REITs产品在英国上市，募集超过120亿英镑的资金。在选择上市交易所方面，绝大多数REITs选择在伦敦证券交易所上市，少部分选择在根西岛的国际证券交易所（TISE）上市。2013年，西班牙降低REITs产品的上市门槛。同年，德国在REITs市场的监管方面有所加强，并在投资来源方面限制REITs的海外投资，禁止大量股票型基金投资REITs。此措施增加了不动产基金成本。随着不动产市场的复苏，欧洲发达国家对REITs产品的推广只增不减。欧洲REITs的产品结构与各国REITs的法规有关，各不相同，其设计的核心目的在于将产生稳定收益的不动产对接公开市场，因此从本质上看，其产品结构简单清晰。以英国为例，REITs投资者通过持有在交易所挂牌的REITs份额，持有资产或拥有资产项目公司的股权，在交易所挂牌的REITs通过聘请REITs管理人实现REITs的正常运转。英国REITs的产品结构如图7.4所示。

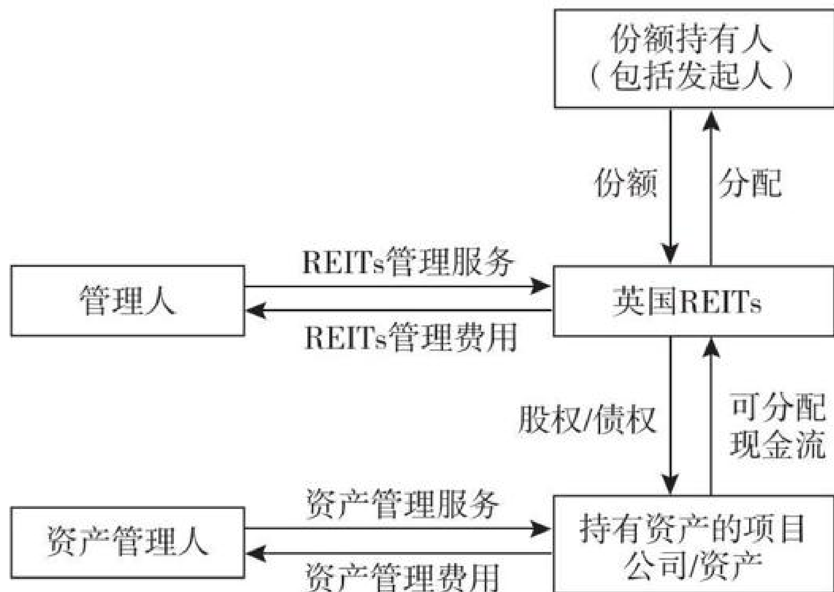


图7.4 英国REITs的产品结构

印度REITs市场

相较于其他亚洲REITs市场，印度REITs市场发展较慢，市场规模也相对较小，但印度市场走出了一条独具特色的道路。2008年全球金融危机，印度宏观经济疲软、通货膨胀，加之国内政策陷入僵局、拖延土地征用和环境清理、政治不稳定等因素，经济增长乏力。自2014年以来，由于印度政府采取了多项改革措施，经济开始复苏。2011年，印度国家转型委员会（NITI）预计2012—2017年在基础设施行业投资1万亿美元，由于这笔投资的半数需来自私营部门，除了传统的银行融资外，还需要寻找可替代的资金来源。基于上述情况，印度证券交易委员会（SEBI）采取了创新措施，为基础设施项目制定了InvITs（基础设施投资信托基金）管理办法。

事实上，印度证券交易委员会于2007年推出了房地产投资信托基金条例草案，其后几年内，监管机构通过与国内重要的利益相关者、政府机构、投资者和房地产开发商密切合作，制定了相关条例，与全球公认的规范逐步趋同。

经过多轮修改，印度证券交易委员会于2014年9月先后发布《房地产投资信托守则》和《基础设施投资信托守则》，允许开展房地产

REITs及InvITs业务。这些守则规定了发起人（设立REITs或InvITs的人）、管理人和受托人的资格，投资条件，关于分配股利的政策和要求，IPO所需的最低资本，上市要求，相关各方的主要职责等。

印度REITs和InvITs的设计机制是当前全球较为独特的安排，尚无其他国家推出同时推动房地产和基础设施投资的证券化机制。REITs和InvITs将有助于房地产和基础设施的融资、开发和管理，从而促进经济的增长和生产力的提升。规则出台后，有两只InvITs先后于2017年5月在印度国家证券交易所（NSE）和孟买证券交易所（BSE）成功上市。

IRB基础设施投资信托基金（IRB InvIT Fund）为印度首只高速公路公募InvITs，初始资产为IRB集团旗下6个收费高速公路项目，期限为16年，共发行约5.9亿股，发起人IRB集团持股约15%。IRB集团是印度领先的道路基础设施公司之一，成立于1998年，曾参与完成印度第一个BOT（Build-Operate-Transfer，建设—经营—转让）项目及多个大型高速公路项目，截至2017年年底，公司已完成在运营的收费高速公路1.34万千米，在运营的收费高速公路项目11个。

IndiGrid为印度首只电力公募InvITs，初始资产为Sterlite电力公司旗下两个电网资产，期限为35年，共发行约2.25亿股。STL公司成立于2000年，是印度领先的电力输送公司，截至2017年年底，共拥有21个电网基础设施项目（印度12个），在私人电力运输领域占有近30%的市场份额。

通过发行InvITs，两家原始权益人的债务状况均得到明显改善，资产负债率有效降低，公司评级获得提升，从而增强了再融资能力。自2017年5月上市以来，两只InvITs的平均年化派息收益率达12%，截至2018年年末，两只InvITs的总市值为654亿印度卢比，约9.30亿美元。

在REITs方面，由于估值、融资成本、税务等综合因素，2014年《房地产投资信托守则》颁布后至2018年年末，无REITs项目在印度成功落地。2019年3月19日，大使馆办公园区REIT（Embassy Office Parks REIT）成功发行，成为印度首只公募REITs。初始资产为7处办公园区和4栋写字楼，分布在印度班加罗尔、孟买、浦那等城市，可租赁面积总计为302.86万平方米左右，总出租率为94.7%，比整个印度写字楼市场的平均出租率高10%。此外，其物业资产还包括两家在经营以及两家在建的五星级酒店和一家光伏发电厂。Embassy Office Parks为一家经营印度顶级写字楼租赁业务的公司，由美国私募投资巨头黑石集团（Blackstone）和印度房地产公司Embassy集团于2012年合资成立，管

理着全印度最大的写字楼物业组合，截至2019年9月30日，Embassy Office Parks REIT市值达3 098.55亿印度卢比，约合43.94亿美元。

印度REITs和InvITs的产品结构较为类似，以印度证券交易委员会披露的大使馆办公园区REIT交易文件和IRB基础设施投资信托基金交易文件可以看出，二者采用的产品结构基本相似。印度REITs和InvITs均采用信托模式，由托管人代表持有人利益持有资产，并安排管理人提供管理服务，REITs和InvITs通过股权、债权或其他权益工具持有资产特殊目的载体。印度REITs和InvITs的产品结构如图7.5所示。

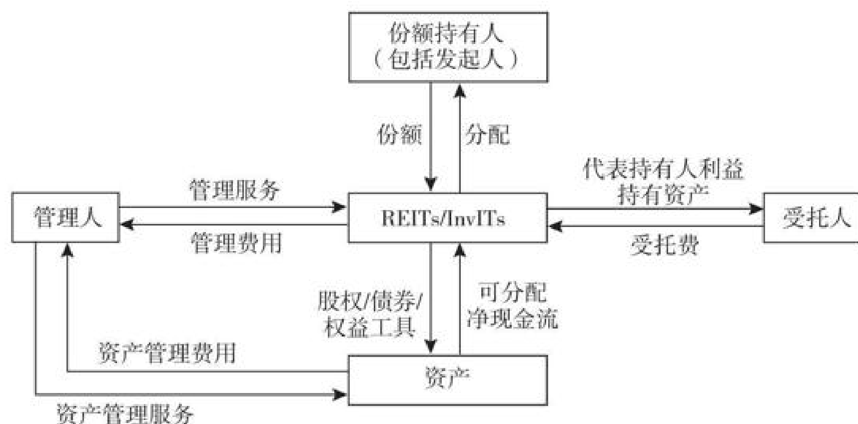


图7.5 印度REITs和InvITs的产品结构

第三部分

REITs市场的中国道路



第八章

为什么要建设和发展中国REITs市场

改革开放40多年，中国创造了经济发展的奇迹。1978—2018年，中国GDP年均增长9.5%，超出同期世界平均水平6.5个百分点，而人均GDP年均增长8.5%，更是超出世界平均水平7个百分点。40多年来，特别是近20年，房地产和基础设施投资是中国经济增长的重要驱动力。在经济下行压力较大的时期，更能凸显其支撑作用，不动产行业逐渐成为中国经济的支柱产业之一。

中国40多年的经济增长主要是以投资拉动，依靠银行信贷支撑。“中国奇迹”世人有目共睹，但这期间也积累了过剩产能，形成了大量房地产和基础设施的存量，政府部门与企业的负债率不断攀升，金融风险在积聚中放大。因此，中央提出供给侧结构性改革，强调更多地使用市场化手段，落实“三去一降一补”，推动经济转型。在不动产投融资领域，供给侧结构性改革的具体抓手是什么？如何完成基础设施补短板任务，同时实现高质量的基础设施投资？如何支持房地产长效机制的形成？如何解决中国金融体系的结构性问题？REITs市场建设有助于诸多问题的破题。

不动产投融资模式的挑战

在中国快速推进工业化进程的早期，由于资金严重缺乏，国家发展战略的制定与实施聚焦于将稀缺的资金聚集起来，投入国家重点扶持行业，助力产业发展。地方政府将土地和城市的未来收益作为创造信用的基础（信贷的抵押品），以房地产投资和城镇化来促进经济增长。

中国的城镇化率从改革开放以后开始提高，1978—1995年从17.92%上升到29.04%；自1996年开始，城镇化率开始加速提高，2018年达到59.58%，在这23年里，平均每年提高1.33%。伴随城镇化进程的推进，中国在房地产和基础设施领域进行了巨额投资。1999—2018年，中国房地产开发投资累计完成97万亿元，房地产开发完成额年均增

速20%，房地产投资增长超过30倍。特别是2000—2010年，房地产开发完成额年均增速25%。根据第一太平戴维斯估计，目前中国房地产存量规模约为44万亿美元，超过美国31.8万亿美元的存量规模。[1]另外，近年来，中国在能源、交通运输、水利、环境保护、农林、重大市政工程等基础设施领域进行了大量建设，根据国家发展改革委的统计，1995—2018年，中国基础设施投资累计高达130万亿元，年均增速高达18%。1999—2018年中国房地产开发累计完成额如图8.1所示。2003—2018年中国基础设施建设投资完成额如图8.2所示。

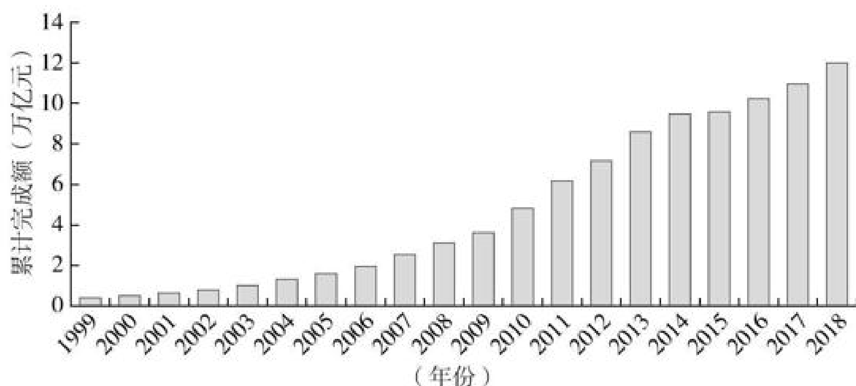


图8.1 1999 —2018年中国房地产开发累计完成额

资料来源：万得资讯。

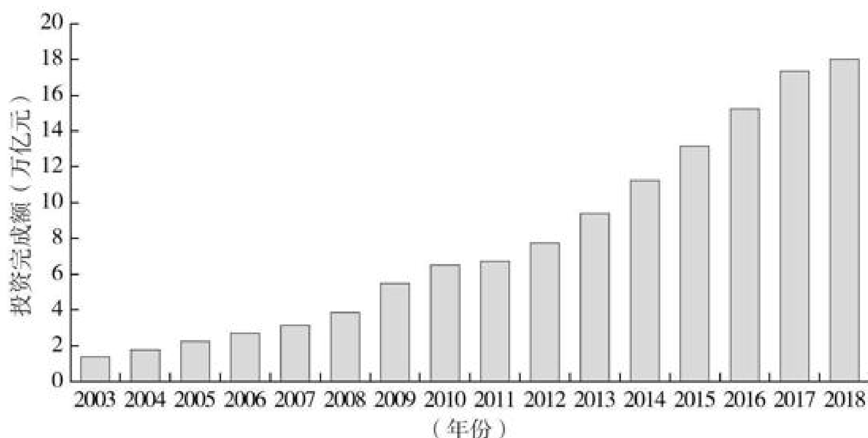


图8.2 2003 —2018年中国基础设施建设投资完成额

资料来源：万得资讯。

自2018年以来，中国整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大投资缺口，亟须聚焦基础设施领域的突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，提升中长期供给能力，形成供需互促共进的良性循环，确保经济运行在合理区间。2017年10月31日，国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。2018年7月31日，中共中央政治局召开会议，提出要把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力，发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本。

在经济高速增长，不动产行业规模扩大的同时，金融体系中的结构性问题在不断积累并逐步显现。随着中国经济进入新常态以及中国金融形势的变化，这些问题成为制约不动产行业持续健康发展的阻碍。接下来，我们分别从房地产和基础设施两个领域进行分析和总结。

房地产

多年来，支持中国房地产行业发展的是以间接融资为主体的金融体系，房地产开发主要依靠土地和房地产资产作为抵押品，通过信贷或类信贷市场获取债务资金。在行业发展的同时，围绕房地产投资和消费，家庭、企业和政府部门形成了大量的债务。2006—2018年中国非金融部门、非金融企业、政府和居民杠杆率如图8.3所示。

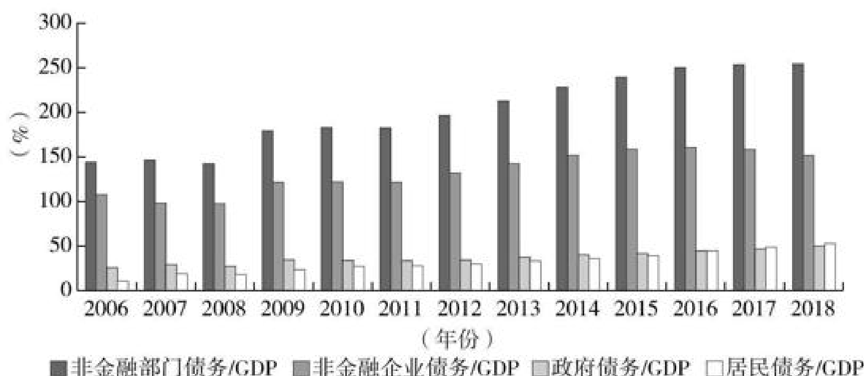


图8.3 2006 —2018年中国非金融部门、非金融企业、政府和居民杠杆率

资料来源：国际清算银行。

2018年，中国非金融部门债务占GDP的比重约为254%，据麦肯锡全球研究院2015年4月的报告，中国经济的近半数债务与房地产市场及相关行业有关，这一结构性问题仍然存在。西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心2019年10月发布的《中国家庭金融调查专题——中国居民杠杆率和家庭消费信贷问题研究》报告指出，中国家庭债务风险可控，但近6成债务集中在房贷上，结构性问题突出。2018年，中国非金融部门债务占GDP的比重约为254%，其中房地产开发行业有息负债为20.3万亿元。根据国家统计局数据，经历了一轮去库存后，2018年房地产开发投资占固定资产投资比例又出现了和缓的上涨，2019年年底达到22.7%。如果整个行业的利润率下降，那么经营性现金流将变得不稳定，对占行业收入和资产80%以上的中小开发商而言更是潜在威胁，因为中国房地产中小开发商相对于大型开发商持有更多的短期债务（占总债务的45%，而大型开发商只占31%）。2018年我国不同部门中与不动产相关债务规模如图8.4所示。

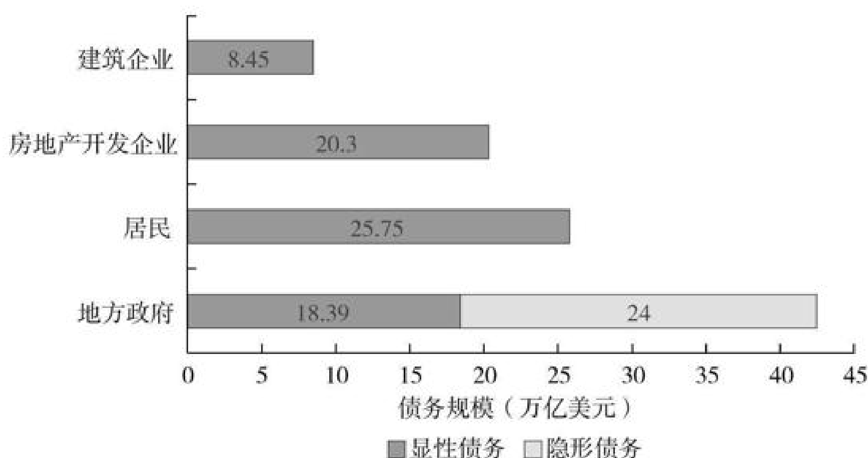


图8.4 2018年我国不同部门中与不动产相关的债务规模

数据来源：国家统计局、财政部、人民银行、恒大研究院与国际货币基金组织。
注：房地产开发企业债务为有息负债，地方政府隐形债务为估算值。

高杠杆是宏观金融脆弱性的源头，如果信用扩张背后的主要驱动力是房地产投资，那么房地产资产价格下跌或收益率下降就极有可能引发系统性金融风险，从而给实体经济造成重大伤害。这种单一的融资模式造成了房地产行业发展与金融风险聚集的内生关联，其可持续性面临着

巨大的挑战。事实上，基于房地产开发建设而形成的高杠杆现状，已经成为影响中国宏观经济和金融稳定的重要问题。“三去一降一补”是国家供给侧结构性改革的重要任务。如何通过盘活存量资产来有效去杠杆，成为中国房地产行业面临的重要短期挑战之一。

2017年之前，中国房地产市场的总体定位为增量市场，其发展的主要形态特征是规模扩张。在近30年的快速发展和巨额投资之后，中国房地产从增量阶段逐渐进入存量和增量并重的新阶段。自1998年城镇住房制度改革以来，中国城镇住房制度体系不断完善，城镇住房市场快速发展，居民居住条件得到极大改善。根据国家统计局的数据，1998年，全国城镇人均住宅建筑面积只有18.66平方米，到2016年，城镇居民人均住房建筑面积为36.6平方米，在人口增长和城市化率提高的前提下几乎翻了一倍。2016年，全国居民人均住房建筑面积为40.8平方米。2009年，美国人均居住面积是67平方米，英国是35.4平方米，法国是35.2平方米，德国是39.4平方米，意大利是43平方米，荷兰是40.8平方米，日本是36.9平方米。也就是说，中国人均住房面积已经和多数发达国家接近，中国房地产市场已总体上解决了总量不足的矛盾，其主要矛盾已经从供给整体不足转化为局部不足，从总量不足转化为结构失衡，从“不够住”的问题转化为“住得贵”和“住得不好”的问题。

党的十九大报告指出：“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。在这个大背景下，中国住宅市场的发展方向主要表现在3个方面：第一，产业驱动下的中心城市群供给仍然不足，未来仍然需要增量开发。第二，人民对改善居住条件和体验的需求明显增加，不仅是更大的房子，也是更宜居、更健康的房子。第三，住房不仅仅是一种空间需求，更是一种服务需求，包括物业管理、社区服务、中介服务等一系列相关服务需求将快速增长。在存量和增量并重的阶段，房地产的制造业属性减弱，服务业属性增强，房地产行业价值链的重心从销售环节向运营环节转移。

企业的投资经营模式与融资模式是相互决定、相互适应的关系。房地产行业开发建设初期一般面临资金需求量大、开发周期长、周转慢等问题。在现行融资体制下，企业主要以期限较短的债务融资为主，在资金压力下，多数企业只能以快速销售的方式回笼资金。因此，中国房地产开发企业形成了围绕拿地、开发、销售的快周转模式，重销售，轻运营，重资产增值，轻租金收益。在增量市场阶段，这种经营模式的稳定

性一直是房地产行业面临的挑战。由于房地产和银行信用相互促进带来顺周期性，即房地产投资过热伴随着信用扩张、杠杆率升高，房地产行业调控成为保持金融稳定的一个重要政策，这使“开发＋销售”经营模式的可行性与信贷市场环境紧密相关。对于房地产市场，随着存量市场的到来，增量开发的总体规模下降，通过持有经营来盘活存量资产成为房地产企业转型的方向之一。在现有单一融资模式下，房地产企业缺乏长期资金的支持和新的激励模式，转型困难。这是中国房地产行业面临的长期挑战。

我们以租赁住房、商业零售和写字楼为例。租购并举，全面发展住房租赁市场，已成为中国建设房地产长效机制、建立新的住房制度的重要内容。目前，租赁市场的最大痛点是高质量房地产的供给不足，而影响房地产企业投资积极性的主要因素包括前期成本投入大，利润回报率不高，回报周期较长。如果用大量的债务融资，在2～3年项目建成后将对开发企业构成巨大资金压力，难以成为持续发展的模式。与租赁住房类似，商业零售和写字楼具有同样的投资回报特性。建成之后，从初始招商到形成稳定租金和80%以上的出租率，至少需要3～5年的时间。商业地产需要“养”，需要经过多年培育，才能带来稳定、可持续的租金回报。目前，在现有融资模式下，房地产企业多数只能以快速销售（特别是散售）的方式回笼资金，而散售使物业资产管理难度加大，经营水平难以提升，租金回报率较低，不利于资产升值。总之，持有型物业这种“慢周转”的特性决定了它对长期资本的高度依赖。因此，推动房地产金融改革，健全金融体系的功能，为行业转型升级提供有效支持，是房地产行业发展的内生需求。

基础设施

总结中国改革开放的发展经验，人们普遍认为中国经济过去40多年的成功在很大程度上与中国政府采取的地方政府分权模式有关。在这种模式下，地方政府的考核以经济指标尤其是经济增长指标（如GDP增长率、GDP总量等）为主。作为地区面貌和经济发展的载体和支撑体系，基础设施投资对于改善地方官员的政绩具有十分重要的作用，因此，地方政府具有极强的动机大兴土木，扩大城市基础设施，是推动中国基础设施建设的重要力量。

1994年分税制改革后，地方政府主要依靠城市建设投资公司来主导基础设施投资。这是地方政府财权轻、事权重的背景下产生的发展模

式。由于地方政府财政投入的资本金有限，该发展模式主要依赖各类债务融资。在城市化大发展阶段，土地要素的价格被重估，土地红利支撑了地方政府进行基础设施建设的融资需求。一方面，随着城镇化水平的持续提高及土地市场化改革的不断推进，作为土地供给者，地方政府通过出让土地使用权获取高额的土地出让收入，“土地财政”成为地方政府的第二财政；另一方面，高额的土地出让收入提高了地方政府信用扩张的信心和能力，使它们可以以土地或土地收入作为担保进行债务融资。

2014年之前，地方政府通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立投融资平台对外举债，筹措资金。[2]2014年开始，国务院与财政部要求明确政府和平台的责任，融资平台不能新增政府债务，对地方政府债务实施限额管理，明确取消融资平台为政府融资的功能，同时推广使用PPP（政府和社会资本合作）模式。地方政府主导的投资项目，因为软预算约束，资本收益率并不高；再加上出于任期的考虑，地方政府普遍缺乏较长远的预算规划。这些导致地方政府普遍缺乏管理地方债务的意识和机制，短期行为泛滥，形成了庞大的地方债务以及大量的低效投资。根据财政部公布的数据，2018年年底，中国地方政府债务余额为18.39万亿元。除此之外，地方政府还承担着融资平台等产生的隐性债务。准确估计隐性债务余额有相当的难度，各家机构公布的数据差异较大，大概的范围在20万亿元和40万亿元之间。[3]因此，地方政府（显性+隐性）债务余额超过40万亿元，其中大量债务的产生与基础设施建设有关。防范地方债务风险已经成为当前保证中国金融稳定的另一项重要任务。

现阶段，中国基础设施领域尽管已经拥有海量的存量资产，但基础设施补短板投资需求仍然巨大。[4]总体来看，中国当前的人均资本存量只是发达国家的1/3，投资空间很大，具体表现为：一是中国城镇化进程还未结束，基础设施仍有建设需求；二是中国基础设施使用率较高，形成了大量的老旧设施，需要更新完善；三是地区基础设施发展不平衡，中西部地区、部分东部地区的县镇基础设施仍不完善；四是粤港澳大湾区、海南自由港、乡村振兴、雄安新区、军民融合、长江三角洲区域一体化、“一带一路”等重大战略出台，基础设施建设量依然很大；五是与5G、人工智能、物联网、工业互联网等新兴产业相关的新型基础设施建设具有广阔的发展空间。[5]另外，基础建设投资对经济增长波动具有熨平效应，是国家这一阶段提振经济的重要政策工具，是新增基础设施建设项目的短期驱动因素。

在防范和控制债务风险、加强金融监管的背景下，国家相关部门对地方政府违法违规变相举债，以债务性资金作为资本金，通过影子银行借贷等行为做出了严格的规定[6]，政府融资平台、银行理财通道业务等基础设施领域的传统投融资渠道被限制。与此同时，随着经济下行压力的加大，地方政府财政收入增速下降。因此，新建基础设施项目缺乏资本金，基础设施投资主体高负债运营，大量的存量资产缺乏流动性，这3个问题同时存在，是中国基础设施领域面临的短期挑战，大大阻碍了基础设施建设的发展。

中国经济从高速增长进入高质量发展阶段。未来20年，中国要顺利实现长期发展目标，需要面临进一步提升全要素生产率（TFP）、产业结构和就业结构相匹配、人口老龄化、城乡结构变化、提升创新质量等多个方面的挑战。在应对这些重大结构性挑战的过程中，基础设施领域的核心问题是提高基础设施的投资效率和投资质量。

高速增长时期，在以经济增长为核心考核指标、地方政府预算软约束、地方债务缺乏市场化定价等因素的作用下，地方政府投资行为的激励约束机制不健全，使大量基础设施投资缺乏效率。举例来说，根据城市经济学理论，每个城市都存在一个最优人口规模，在最优人口规模下，城市的人均福利最高。根据城市的产业结构、交通设施、制度以及地理等因素，可以估算中国地级城市的理论最优人口规模。然后，通过构建“城市人口规模合适度指数”（实际人口/最优人口）来考察目前中国城市人口规模是过大还是过小，并预测未来的发展趋势。相关研究发现，中国88%的地级市的实际人口不到理论最优人口的40%，也就是说，目前城市人口分布是不经济的，绝大部分城市人口严重不足。[7]从另一个角度看，该研究结果说明中国大量城市的城市基础设施建设是过度的，缺乏投资效率。因此，中国基础设施投融资体制亟待改革，需创新融资方式，完善基础设施相关金融资产的定价机制，为基础设施投资提供资金，提高资源配置效率。

资产管理市场的短板

资本市场的基本运作方式是通过设计、创造和管理各类金融产品，连接资金的供给方和需求方，将储蓄转变为投资。三类金融机构在这个过程中发挥着重要作用。第一类是证券发行机构，其代表机构是投资银行，它的主要工作是帮助资金需求方（如企业、地方政府）发行股票、

债券、资产证券化产品等基础性标准化金融产品。第二类是资产管理机构，其代表机构包括公募基金公司、私募基金公司、信托公司等，它们的主要工作是汇集投资者资金，依靠专业化管理投资各类金融产品或实体资产，为投资者创造投资回报并管理风险。资产管理机构通过发行基金产品、信托产品、资产管理计划等募集资金。行业竞争带来专业化分工，为了凸显机构在某一类资产上的投资管理能力，资产管理产品的投资方向往往集中于特定资产。第三类是财富管理机构，其代表机构是各类机构的私人银行、第三方财富管理公司、家族写字楼等，它的主要工作是对资产管理机构和发行机构提供的各种产品（基础性产品和资产管理产品）进行筛选配置，实现家庭或组织机构的财富管理目标。在本书中，我们并不根据机构的业务特性来分别定义资产管理行业和财富管理行业，而是将其统称为资产管理行业。从全球金融实践与经验来看，资产管理行业的良性发展是衡量一个国家金融市场发展程度的重要标志，对提高资本市场效率、助推经济转型和保护金融投资者权益具有重要的战略意义。

资产管理行业是伴随着人们不断增加的投资需求而产生的。改革开放40多年，伴随着经济高速增长，中国居民积累了大量的财富。根据瑞信全球财富报告，中国成人拥有的财富总量在2010年超过日本，位列世界第二，2018年，中国成人拥有的财富总量超过320万亿元。[8]2000年，美国、欧洲、亚太地区（不含中国、印度）的财富占全球财富的92%，中国只占全球财富的3.1%；然而，2018年，中国的全球财富占比上升到16.4%。若中国居民财富继续以7.5%的年化复合增长率累积，预计到2023年，将占据1/5的全球财富。2000—2018年中国、美国、日本、印度成人拥有的财富总量如图8.5所示。

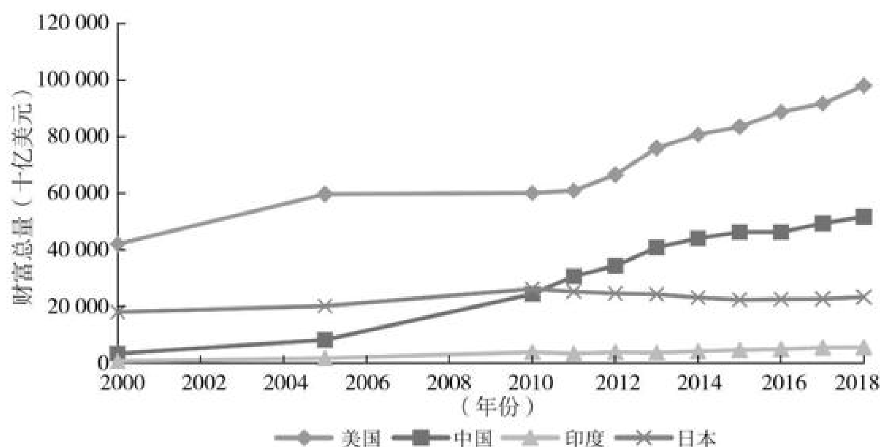


图8.5 2000—2018年中国、美国、日本、印度成人拥有的财富总量

资料来源：《2018全球财富报告》，瑞信财富研究院。

根据招商银行和贝恩公司的估计，2018年中国个人可投资资产的总规模为190万亿元人民币，最近10年的年均复合增长率为17%。[9]受实体经济下行和短期波动的影响，个人可投资资产的增速有所放缓，即使是这样，2023年也有望突破243万亿元。2018年，中国个人可投资资产在1 000万元以上的高净值人士数量达到197万人，与2016年相比增加了约40万，最近10年的年均复合增长率为20%。家庭财富的增长形成了巨大的资产管理需求，是行业发展的核心驱动力。中国个人可投资资产规模如图8.6所示。

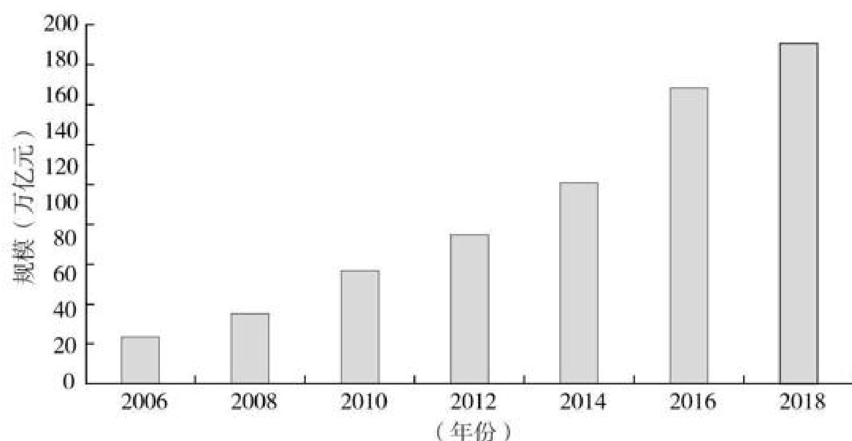


图8.6 中国个人可投资资产规模

资料来源：《2019中国私人财富报告》，招商银行和贝恩公司。

在中国财富总量持续增长的同时，40多年的高速发展并没有带来所有家庭财富和收入水平同等幅度的增长。世界银行公布的数据显示，目前中国的基尼系数已达到0.467，收入分配不平等程度已经非常严重。法国经济学家皮凯蒂（Piketty）等（2017）利用多样化的公开数据，研究了中国的收入分配和财富状况。[10]其研究结果表明，1978—2015年，中国“前10%收入人群的收入份额”从27%上升到40%，“中间40%收入人群的收入份额”稳定在45%，“后50%收入人群的收入份额”从27%下降到15%。2014年，中国“前10%收入人群的人均实际收入”是后50%收入人群的14倍。这一比例在法国仅为7倍，在美国为18倍。从财富分布

的角度看，1995—2015年，中国“前10%财富人群的财富份额”从40%上升到67%，“后50%财富人群的财富份额”从15%下降到6%。这些研究数据说明，中国目前收入分配和财富不平等程度有加剧的趋势。因此，如何改善收入不平等状况，是中国经济面临的一个重要的中长期挑战。2014年中国、美国、法国各收入人群实际收入份额和收入差距倍数如图8.7所示。根据净私人财富划分，1995—2015年中国财富不平等情况如图8.8所示。

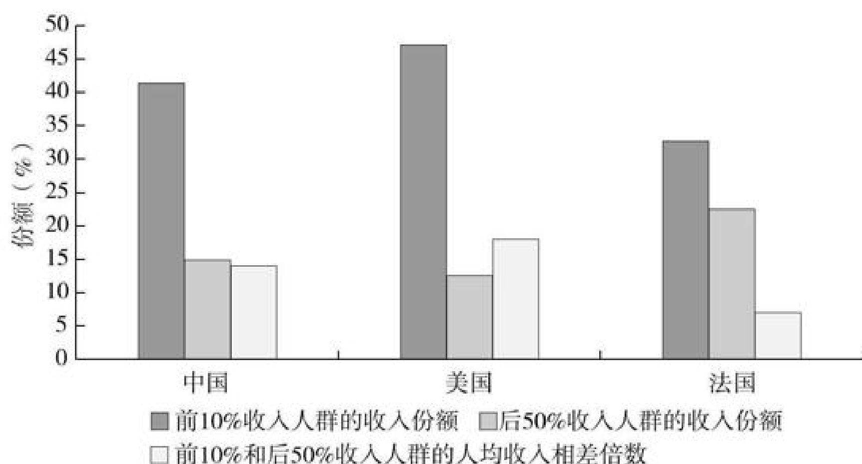


图8.7 2014年中国、美国、法国各收入人群实际收入份额和收入差距倍数

资料来源：皮凯蒂等（2017）研究数据。

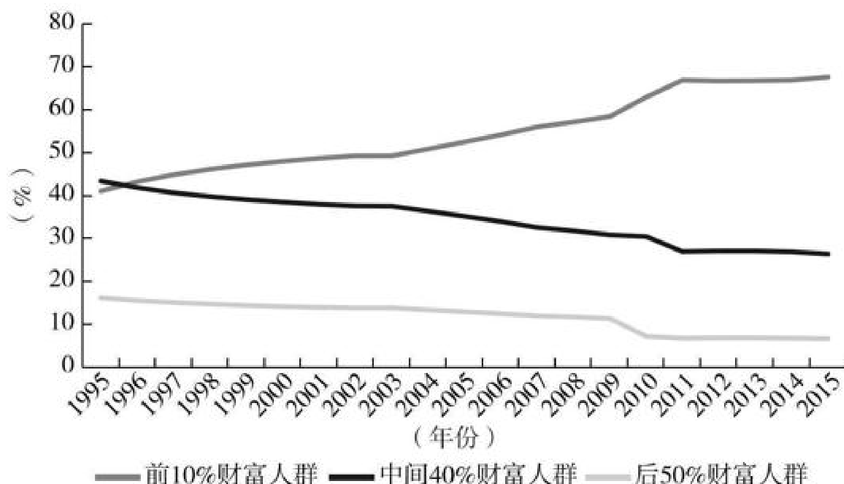


图8.8 1995—2015年中国财富不平等情况（根据净私人财富划分）

资料来源：皮凯蒂等（2017）研究数据。

国家已经对该问题有了清晰和准确的认识，并提出了行动的方向。党的十九大报告指出："鼓励勤劳守法致富，扩大中等收入群体，增加低收入者收入"，"拓宽居民劳动收入和财产性收入渠道"。未来，中国经济应追求更为持续、更具包容性的增长，应加大初次分配和再分配力度，扩大居民的财产性收入。为实现这个目标，中国资产管理行业应重点关注中低收入人群，提供更有价值、更丰富的产品和服务，体现金融的普惠性。

过去6年，资产管理行业是中国金融体系中最具活力、最具成长潜力的板块。自2012年下半年以来，随着各项资产管理新政的推出，银行理财部门、信托公司、保险资产管理机构、券商资产管理机构、基金子公司等相继涌入资产管理市场，中国迎来了"大资管"时代。2012—2016年，资产管理行业的金融产品和管理模式日益丰富，从不同投资范围的银行理财、各类资管计划到4 000多只公募基金、上万只私募基金，总规模的年均复合增长率达47%。[11]2016年之后，由于资管新规的推出和去杠杆的宏观经济政策，总体规模增长有所回落（见图8.9）。[12]截至2018年年底，中国资产管理市场总规模达到124万亿元左右，其产品形式涵盖银行理财、信托、股权投资基金、债券投资基金、股票投资基金、券商资管计划、保险资管产品、投资型保险、期货资管产品等。其中，银行理财产品32万亿元，信托产品22万亿元，公募基金13万亿元，私募基金（包括券商资管、基金子公司专户、基金公司专户、私募基金管理人产品）35万亿元，保险资管产品16万亿元。中国是全球资产管理市场增长最快的地区。波士顿咨询公司的报告显示[13]，2018年，全球资产管理规模为74万亿美元。其中，北美市场的资产管理规模为35.2万亿美元，欧洲市场的资产管理规模为20.5万亿美元。报告称，2018年中国大陆的资产管理规模达到3.8万亿美元，已晋升为全球第三大资产管理市场，预计到2025年，中国资产管理规模将增长3倍，成为仅次于美国的全球第二大资产管理市场。需要说明的是，该报告应用了资产管理行业国际可比的统计口径，即只包含了公募基金管理公司与私募基金管理公司的管理规模，而没有包含银行、证券、保险、信托等各类资管业务的规模。2012—2018年中国资产管理市场规模如图8.9所示。

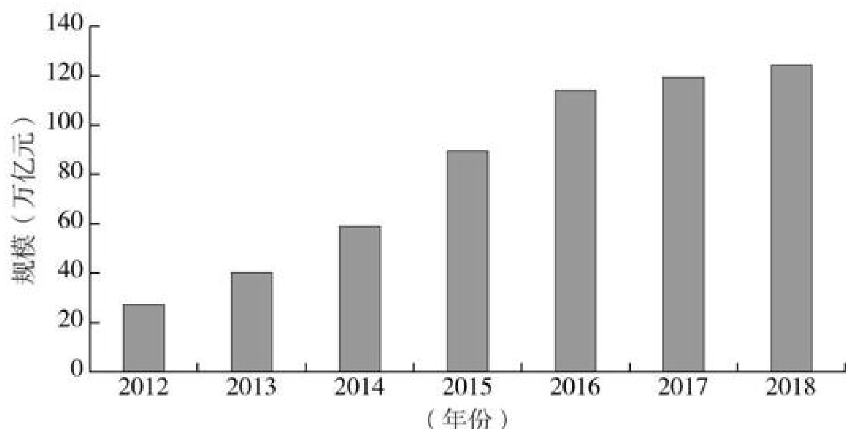


图8.9 2012 —2018年中国资产管理市场规模

资料来源：《资产管理蓝皮书：中国资产管理行业发展报告》系列报告。

虽然中国资产管理市场的发展在规模上已经取得了突出的成绩，但在质量方面还有很大的发展空间。首先，各类资产管理机构还处在低水平的竞争阶段，产品同质化现象仍然十分明显，具体表现为产品投资范围相对狭窄，各机构在投资策略与风格上相互模仿，基础资产在类型上重合度高等。其次，中国金融市场的完善程度较低，市场上仍缺乏基础性的金融产品。例如，中国债券市场缺少长期限债券；衍生品市场发展滞后，导致风险对冲工具不完备等。最后，中国市场需要更多高质量可投资产品，即具备对称的风险收益特征以及高透明度的产品。在显性和隐性刚性兑付的前提下，资产管理产品能够吸引投资者的只有收益率指标，为了追求高收益要求，机构势必要配置高收益资产，但优质的高收益资产总是稀缺的，这就不得不采取期限错配或降低资产信用资质的策略，这是产品风险与收益不对称和透明度低的重要原因。

资产配置是财富管理过程中的关键环节，其核心理念是通过分散化投资在控制风险的前提下实现预期收益的提升。资产配置的重点在于实现风险和收益的平衡，中低收入家庭的风险承受能力偏弱，因此，合理的资产配置决策对于其实现财富管理的长期目标具有重要意义。多年以来，在中国家庭的财富管理决策中，资产配置没有得到足够的重视，主要的原因有三个：第一，过去20年中，房地产作为一类可投资资产，其表现在众多资产中持续领先，以至于投资者把更多注意力集中在“成功”的资产种类上，低估了多元化资产配置的价值；第二，中国市场的可投资资产不够多元（特别是对中低收入家庭来说），金融资产之间的相

关性高，降低了资产配置价值；第三，在刚性兑付的市场环境下，投资者的风险意识相对薄弱，过多关注资产收益，忽视了资产配置的价值。长期来看，一类资产的长期高回报，以及由刚性兑付形成的“低”风险，都是不可持续的。随着中国经济进入新的发展阶段，投资者的风险意识逐渐加强，财富管理将回归到资产配置的本源。

综上所述，通过有效的资产管理提升更广泛人群的财产性收入，以及优化各类投资者的资产配置结构，要求中国市场能够提供类型丰富、优质的金融产品，形成差异化、全序列的产品线，从而可以更好地匹配不同投资者的风险偏好，满足风险、收益以及流动性需求。

不动产行业在国民经济发展中具有重要地位。不动产资产是对抗通胀的重要资产类别，也是具有配置价值的大类资产。相关研究显示，在中国居民的可投资资产中，约20%是投资性不动产。这20%的投资性不动产，大多是以实体房产的方式持有。通俗的说法，就是“买房子”。“买房子”具有高门槛、低流动性的特点，对于个人投资者的收入和财富水平有着很高的要求，高门槛使众多个人投资者望而却步。《2018中国城市家庭财富健康报告》显示，中国家庭总资产中住房资产占比高达77.7%，金融资产占比仅为11.8%。但是从欧美国家来看，房地产的配置远低于中国，50%以上配置于各类金融产品。

对于机构投资者而言，不动产配置的目标比率呈逐年上升的趋势。相关研究报告显示，全球对商业房地产投资的需求依然强劲，特别是在亚太、欧洲、中东和非洲地区。[14]在2017年首次超过10%之后，全球机构投资者的平均目标分配在2018年增加了30个基点，达到10.4%。在中国机构投资者（主要是保险机构、社保）的工具箱中，以商业物业实体以及不动产私募基金为主。

无论是对个人投资者还是机构投资者来说，中国市场均缺乏与不动产资产在风险和收益两方面同时匹配的标准化、优质、高流动性的金融产品，这是目前中国资产管理市场的重要短板。

重要结构性问题的破题之作

中国不动产领域整体步入以存量为主的时代，化解债务风险，有效配置和经营存量资产，提高投资质量等问题的重要性日益凸显。与此同时，中国家庭财富总量和财富人群数量快速增长，激发了大量的资产管

理需求。中国资产管理市场起步晚、发展快，市场迫切需要更多类型的金融产品，特别是与不动产资产相关的产品，以更好地匹配各类投资者的资产管理需求。REITs的实质在于通过证券设计的方式，将存量不动产产生的大规模、长期、稳定的现金流在资本市场证券化，连接资金的供给方和需求方，从而实现资源整合与跨期配置。

2018年7月31日，中共中央政治局召开会议，对中国当前的经济形势进行了分析。会议指出，当前中国经济稳中有变，外部环境发生明显变化，要树立“稳中求进”的总基调，保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，打好“三大攻坚战”，加快建设现代化经济体系，推动高质量发展。REITs市场建设是以上短期和中长期结构性问题的破题之作，REITs市场建设对中国经济的发展具有重要意义。

第一，REITs是金融服务供给侧改革的重要抓手。对于中国经济当前面临的各类结构性问题，中央提出了供给侧结构性改革的总体方向，强调更多地使用市场化手段，落实“三去一降一补”，推动经济转型。REITs具有盘活存量的作用，企业和地方政府通过REITs将其持有的低流动性不动产资产转变为高流动性的金融资产，实现全部或部分出售，回笼的资金可以降低杠杆率。因此，引入REITs有助于落实“去库存、去杠杆”的宏观政策要求。基于中国现有的不动产融资模式，不动产开发、建设与运营与信贷市场密切相关，无论是建设开发贷款，还是经营性物业贷款，最终都体现在银行资产负债表上。不动产价格的波动引发系统性风险，甚至危及中国金融安全。相对于传统的信贷体系，REITs是简单、直接、高效的融资方式，能够缓解中国金融体系中直接融资比例偏低的问题，提高金融体系的风险分散能力。引入REITs产品，由权益性资金持有不动产，有利于化解信贷市场的期限错配和高杠杆风险，防范系统性金融风险。

第二，REITs为中国基础设施投资提供可持续的金融战略。基础设施项目一般具有投资周期长、投资规模大等特点，在缺乏有效退出机制的情况下，企业及其他社会资本的前期投资风险较大且运营期资金占用较多。地方政府存在基础设施补短板的强烈诉求，但在当前防风险、稳杠杆、强监管的背景下，以土地财政和负债融资为主的传统基础设施融资渠道受到明显制约，大量投资资金缺乏投资基础设施项目的渠道。基础设施是REITs的一类重要的基础资产。基础设施REITs的融资功能体现在，将存量资产变现来为后续开发和运营提供资金。基础设施REITs为项目提供了有效的退出渠道，能广泛吸引包括民间资本在内的各类社会

资本，它们通过PPP的方式参与基础设施投资。基础设施REITs上市，有利于吸引更专业的机构来主导项目投资和运营，提高投资建设和运营管理效率。因此，短期看，基础设施REITs既有助于防范债务风险，降低实体经济杠杆，又能广泛筹集项目资本金，是稳投资、补短板的有效政策工具；长期看，基础设施REITs有利于完善储蓄转化投资机制，通过市场化方式吸引社会资本参与基础设施项目，可以为新的补短板项目提供资本金，形成投资良性循环，借助资本市场公开、透明机制，推动基础设施高质量发展。

要实现2035年社会主义现代化的目标，中国未来20年需要保持较高的全要素生产率增速。中国已基本完成工业化进程，而国际经验显示，在完成工业化，特别是服务业超过第二产业之后，一般情况下，全要素生产率的增速会呈下降趋势。中国正处于全球新一轮科技与产业革命的战略机遇期，通过5G和人工智能双核驱动，为建立工业互联网平台，实现制造业智能化升级，发展高数字化、高附加值的生产性服务业，以及通过“智能＋”提升服务业的全要素生产率提供了可能性。与5G、人工智能、物联网、工业互联网等新兴产业相关的新型基础设施建设潜力巨大。REITs可以为新型基础设施建设提供资本金，打造良性投融资闭环，助力工业物联网、大数据、人工智能等新一代信息技术推动制造业和服务业升级，促进制造业与生产性服务业深度融合。

第三，REITs为推动中央重大战略的实施提供了金融新思路。自2018年以来，中央先后制定雄安新区、海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区和长江三角洲区域一体化等重大战略，明确要求大力实施一批重大基础设施工程，加快构建现代基础设施体系，在金融创新等方面探索更加灵活的政策体系。要进一步提升基础设施建设的质量和水平，必须逐步摆脱中国区域经济发展靠各类杠杆融资来支撑高投资率的传统逻辑，建立一个市场化的投融资机制来支撑这一建设理念。基础设施建设项目在REITs市场的估值水平是评价项目开发质量与运营质量的重要标尺，估值较高的项目将会为未来的同类项目吸引更多的前期投资。因此，作为不动产资产定价的“锚”，REITs市场对于提升不动产投资效率，优化资源配置至关重要。完善的REITs市场有利于盘活存量资产，使优质项目尽快落地，减少低效的重复建设。

第四，REITs有助于房地产企业长期持有并精细化经营租赁住房资产，有效贯彻租售并举战略。作为创新金融工具，REITs为租赁住房投资企业建立起有效的资本循环和全面的资产管理体系，成为住房市场长

期健康发展的稳定器和重要支撑，可有效地贯彻租售并举战略，意义重大深远。租赁住房企业通过发行REITs可实现租赁住房权益投资的市场化退出，相对于传统的散售模式，REITs可以保持资产完整、专业的运营，更符合租赁住房的经营实质。同时，REITs的宗旨是保持并持续提高分红，在此驱动下，企业有足够的动力做到精细化经营并建立有效激励机制，提升资产管理能力和核心竞争力。专业化的运营管理无疑会提升资产质量和服务质量，让居住者有更美好的生活体验。

第五，REITs市场有利于推动中国房地产行业产业升级和盈利模式的转变，由“开发＋销售”模式转变为一次性销售与持续性收入并重模式。长期以来，中国的房地产开发，主要是围绕拿地、开发、销售的经营模式，该模式下资金占用周期长，特别是商业地产运营，往往以长期租赁获取租金来实现收益，资本沉淀大，是典型的重资产运营。REITs的引进有利于房地产企业经营模式的转变，企业可以等项目运营成熟后，通过REITs实现资金的回笼，同时还可以通过持有部分REITs份额，享有分红和物业升值收益，促使不动产行业由重资产运营向轻资产运营转型。

第六，REITs市场是中国金融体系供给侧改革的重要组成部分。REITs作为一种高分红比例、高收益风险比的长期投资工具，是高质量、成熟的金融产品，能有效填补中国资产管理市场的产品空白，拓宽社会资本投资渠道，满足养老金、社保资金、居民理财资金的投资需求。公募REITs的推出能够降低不动产投资门槛，使普通的个人投资者也能够分享国家发展的红利，为提升居民的财产性收入提供大类资产，充分体现了金融的普惠性。REITs与其他金融资产关联性低，有助于中国投资者资产配置的多元化，具有极高的配置价值。相对于股票来说，REITs是投资者分散地域风险的更有效的工具，中国REITs对于国际投资者也具有很高的配置价值。中国REITs的产生，对于推动全球化，吸引外资助力中国经济，发挥中国对世界的影响力，具有重要意义。

REITs能够丰富资本市场工具，拓宽央行在公开市场业务中交易对象的选择范围，成为新常态下货币政策传导机制之一。REITs对于二级市场交易具有价格发现功能，把不动产市场的真实情况在REITs价格上反映出来，成为对货币政策制定和实施具有指导意义的更真实的信号。

第七，国际经验表明，规模化的REITs市场能够拓宽税基，增加税收收入。REITs的证券化过程，涉及不动产资产的评估、出售、打包等环节，市场建设本身会使不动产交易、经营过程更加规范化。另外，

REITs市场是一个高流动性的市场。这些均可以创造更多的合理税源，产生更多的税收收入，来支持国家的治理与建设。

综上所述，从中短期看，应对外部环境的变化和日益增大的经济下行压力，REITs市场建设将成为中国经济的“稳定剂”，保障经济平稳运行；从长期看，REITs将成为深入推进中国供给侧改革，推动经济高质量发展的“助推剂”，助力中国经济转型升级。

---

[1] 第一太平戴维斯上海评估及专业服务部董事甘启善在新加坡举办的第四届亚洲REITs峰会上发表的“继鹏华前海之后——中国房地产资产证券化之路”主题演讲。

[2] 地方政府融资平台主要有3种融资渠道：向银行借贷，发行城投债，融资租赁、信托、私募等商业融资。

[3] 资料来源：标普公司2018年10月15日的研究报告《中国隐藏的地方债务表明更多的地方政府融资平台可能违约》（China's Hidden Subnational Debts Suggest More LGFV Defaults Are Likely）。

[4] 根据国家发展改革委的统计，自2002年以来，全国铁路累计完成投资接近9万亿元，运营里程突破13万千米，其中高铁运营里程接近3万千米；自2001年以来，全国公路建设累计完成投资接近20万亿元，通车里程接近500万千米，其中收费公路里程超过16万千米；全国民用航空通航机场235个，2018年全年旅客吞吐量超过12亿人次，2003年以来完成航空运输投资近2万亿元；2018年全国规模以上港口完成货物吞吐量133亿吨，超过1亿吨的港口有41个，2018年全球前二十大港口中，有10个在中国；全国共有34个城市开通运营城市轨道交通，投入运营的线路有155条，运营总里程达4 642千米；全国供水水厂达5 344座，综合生产能力超过3亿吨/日，已运营城镇污水处理厂3 955座，运营规模近2亿吨/日。

[5] 2018年中央经济工作会议提出：“我国发展现阶段投资需求潜力仍然巨大，要发挥投资关键作用，加大制造业技术改造和设备更新，加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设。”这是首次将5G、人工智能、物联网、工业互联网等相关新兴产业建设定义成“新型基础设施”建设。新型基础设施建设既包括5G、人工智能、物联网、工业互联网，还包括智能物流和互联网数据中心（IDC）等新型基础设施中重要的不动产基础资产。

[6] 国家出台了多项政策法规，严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等违法违规变相举债；禁止资金池、期限错配、保本收益等，大量银行理财资金无法借助通道投资基础设施项目；要求不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP项目资本金。详见财政部、国家发展改革委等六部委《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》；中国人民银行印发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》；财政部《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》等。

[7] 张庆华：一个城市什么样人口规模是合理的？http://cdc.gsm.pku.edu.cn/info/1316/20835.htm

[8] 详见瑞信财富研究院发布的《2018全球财富报告》。

[9] 详见招商银行和贝恩公司发布的《2019中国私人财富报告》。

[10] 由于统计局调查收入和财富时采用抽样调查的方式，这样的调查方式不容易接触高收入和高财富群体，因此存在抽样误差。皮凯蒂等（2017）利用个人所得税和免税资本收入对统

计局的家庭收入调查数据进行修正，用财富榜数据对高收入人群的财富进行修正。该研究认为，调查数据中收入为后80%的个人不存在偏差，而中间人群的收入用插值方法进行修正。

[11] 根据中国基金业协会及光大银行与波士顿咨询公司《中国资产管理市场2015》的数据测算。

[12] 需要指出的是，资管新规推出之前，资管市场存在严重的产品嵌套问题，大量产品是为了规避监管而设立通道才产生的。在总体规模的统计中，存在由通道业务产生的重复计算。根据光大银行与波士顿咨询公司《中国资产管理市场2015》的估计，2015年通道业务的占比为28%。金融产品层层嵌套，市场中的一级资产可能远低于统计口径的资产管理规模。资管新规实施后，在增量发行的产品中，该问题被杜绝。

[13] 《2019全球资产管理报告》，波士顿咨询公司。

[14] 2018 Institutional Real Estate Allocations Monitor，Survey Highlights，Cornell Real Estate Review.

第九章
发展历程与市场规模

中国经济的快速增长孕育了繁荣的不动产市场，也使REITs这一金融产品迎来了良好的发展机遇。由于市场认识、税务制度、系统配套以及专业人才不足等问题，中国境内还没有建立成熟、明确的REITs制度，没有推出标准意义上的公募REITs。但是，中国的监管部门、研究机构以及各市场主体在不动产证券化方面的探索一直没有停止过，这期间涌现出一些典型的案例，并培育和发展了类REITs市场。这些尝试为REITs的开发积累了大量的经验，使初期制约REITs发展的大部分问题得到相当程度的突破。

政策与市场的双轮驱动

迄今为止，中国境内REITs市场的发展可以分为探索研究、培育成长两个阶段，2001—2013年是探索研究阶段，2014年至今是培育成长阶段。

探索研究阶段（2001—2013年）

2001年《信托法》的颁布和施行，推进了中国境内信托业务的发展并逐步涉及房地产信托业务。同年，国家发展改革委牵头起草了《产业投资基金管理暂行办法》并向社会公开征求意见。虽然房地产信托与标准化REITs具有很大的差异，但其一度引起了公众对REITs的讨论热潮，中国境内REITs开始进入萌芽阶段。

2002年，上海国际信托投资有限公司推出“新上海国际大厦项目资金信托计划”，这是境内第一只真正意义上的房地产信托产品。随后，10余家信托投资公司纷纷推出类似的信托产品。中国境内市场开展信托业务后，开始逐渐开展房地产信托业务。房地产投资信托计划具有非标准化私募属性，期限一般为1～2年，其投资主要集中在房地产的开发过

程，是房地产开发的类信贷融资工具。

2004年1月，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（后简称《意见》），开始探索资产证券化业务。《意见》表明，中国开始认识到发展包括REITs在内的资本市场的重要性，并且在完善相关政策目的的同时推进资本市场的改革开放和稳定发展。

2005年，越秀集团在香港市场成功发行了越秀REIT。而2006年，建设部等六部门联合发布了《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，通过投资主体、资金、外汇管理等多方面的规定，对外商投资中国房地产进行了限制，同时也导致境内企业在境外发行REITs遇到较大障碍。2006年12月，凯德商用中国信托（CRCT）在新加坡交易所上市，它是首个在新加坡上市的投资于中国购物中心的REIT。

2007年对于中国境内REITs是具有里程碑意义的一年。中国人民银行、中国证监会和中国银监会的REITs专题研究小组分别成立，各相关监管部门都开始启动中国境内REITs市场建设的推进工作。2008年，多部门发布的相关文件中，均明确提出发展房地产投资信托基金，标志着境内REITs正式进入研究论证阶段。在此期间，监管机构进行了一系列的政策研究论证，也推出一系列政策来支持相关业务的探索，促进了中国境内REITs市场的兴起。

2008年，中国人民银行发布《2007中国金融市场发展报告》，明确表示要充分利用金融市场存在的创新空间，在未来一段时间内可以择机推出房地产投资信托基金产品。同年3月，银监会召集5家信托公司共同起草《信托公司房地产投资信托业务管理办法》（征求意见稿），这是REITs第一次被提上决策层面。当年，受全球金融危机影响，房地产销售面积、销售额、土地开发面积均大幅下降。为了更好地应对金融危机，2008年12月，《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出开展房地产投资信托基金试点，拓宽房地产企业融资渠道等一系列政策，并继续加强对市场的监管和对金融体系的完善。

2009年1月，银监会发布《关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，积极推动信托公司开展房地产投资信托基金、资产支持信托等直接融资型创新业务。4月，央行联合银监会、中国证监会等部门成立“REITs试点管理协调小组”；11月，央行制定《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》，北京、上海和天津成为试点城市。12月，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》

提出，保持房地产行业平稳健康发展，条件成熟时，在海南开展房地产投资信托基金试点。

2012年8月，天房集团保障房资产支持票据（ABN）成为中国境内第一单银行间REITs产品。作为试点城市，天津的保障房REITs对中国境内后来的房屋租赁REITs起到了示范作用。

培育成长阶段（2014年至今）

2014年是中国境内REITs市场进入实质性发展阶段的开局之年，5月，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》提出，统筹推进符合条件的资产证券化发展；9月，中国人民银行与银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出积极稳妥开展REITs试点。

2014年5月发行的中信启航REIT是中国境内第一单交易所REITs产品，也是中国境内第一只真正的权益型类REITs产品，对中国REITs的发展产生了深远的影响，该产品首次创设了“私募基金＋专项计划”的双特殊目的载体结构，即目前被广泛认可的类REITs结构。其后，苏宁云商REIT发行，该项目代表了另一种交易结构的诞生：通过资产支持证券实现抵押贷款和权益价值的证券化，通过主体信用补足实现了资产盘活，是回购型类REITs的范例。

2015年1月，住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》（后简称《意见》），其主要目的是大力发展住房租赁市场，《意见》中明确指出，要积极推进REITs试点，并积极鼓励投资REITs产品。通过发行REITs充分促进社会资金进入租赁市场。但是，在积极推进和鼓励的同时，也加强了监管力度。在市场建设方面，中国境内REITs市场的产品结构设计基本成熟，并由此迎来了快速增长期。市场机构通过一个个项目，对产品结构进行了多种尝试和突破，采用权益型结构的天虹商场项目，采用固定收益结构的苏宁云商二期项目、浦发大厦项目、云南城投酒店项目等陆续发行。2015年6月，首次使用公募基金作为发行载体的鹏华前海万科REIT成功发行，该产品被定性为封闭式混合型发起式基金，是类REITs产品在流动性上实现的重大突破。2015年12月，北京华联商业信托在新加坡交易所成功发行，是新加坡交易所发行的首单中国企业REITs。

2016年3月，《国务院批转国家发展改革委关于2016年深化经济体

制改革重点工作意见的通知》提出，支持开展基础设施资产证券化试点，研究制定房地产投资信托基金规则，积极推进试点。5月，国务院办公厅印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，支持符合条件的住房租赁企业发行不动产证券化产品，稳步推进REITs试点。10月，国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，支持房地产企业通过发展房地产投资信托基金向轻资产经营模式转型。12月，国家发展改革委、中国证监会联合印发《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，提出要共同推动不动产投资信托基金发展，充分依托资本市场积极推进符合条件的PPP项目通过资产证券化方式实现市场化融资，提高资金使用效率以进一步支持传统基础设施项目的建设。

2017年6月，财政部、中国人民银行、中国证监会联合发布《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》，推动不动产投资信托基金发展，鼓励各类市场资金投资PPP项目资产证券化产品。同年7月，九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托基金，加快发展住房租赁市场。同时，党的十九大报告指出，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，对于租赁住房证券化产品的规模化发展起到了积极的引导作用，租赁住房市场的发展也为REITs提供了大量优质的基础资产。2017年8月，勒泰REIT发行，勒泰REIT不仅是境内首单不依赖主体评级的REITs产品，也是首单非一线城市优质商业REITs产品；10月，保利租赁住房REIT发行，是第一只储架类REITs产品。

2018年1月24日，中国保监会发布了《保险资金运用管理办法》，该办法第十五条提出，保险资金可以投资资产证券化产品，所称的资产证券化产品是指，金融机构以可特定化的基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行的金融产品。2018年2月，《深圳证券交易所发展战略规划纲要（2018—2020年）》发布，提出全力开展REITs产品创新。2018年4月，中国证监会、住建部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，重点支持住房租赁企业发行以其持有的不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金。2018年年底，党中央、国务院同意，国务院正式批复《河北雄安新区总体规划（2018—2035年）》。此前的《河北雄安新区规划纲要》指出，建立租购并举的住房制度，探索房地

产金融产品创新。

进入2019年，中国人民银行、国家发展改革委、中国证监会等监管机构在公募REITs推出之路上有所加速，市场调研和研讨密集进行。2019年1月1日，上海证券交易所在新年致辞中表示，进一步发挥债券市场直接融资功能，深化债券产品创新，推动公募REITs试点，加快发展租赁住房REITs。2019年1月22日，深圳证券交易所组织召开债券监管发展业务座谈会，会议指出，深化市场改革创新，加大力度推进公募REITs规则出台及业务试点，力争取得进一步突破。2019年3月至5月，国家发展改革委、中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、北京大学光华管理学院、中咨公司的联合调研小组在重点地区进行基础设施REITs的相关调研。

2019年3月，菜鸟仓储物流基础设施类REIT产品在上海证券交易所发行，是中国境内首单可扩募的REITs产品，同时也是首单新零售仓储基础设施REITs产品。2019年4月，海南人才租赁住房类REIT在深圳证券交易所挂牌，是中国境内首单省级人才租赁类REITs产品。2019年9月，中国境内首单基础设施类REITs产品沪杭甬徽杭高速REIT发行成功。2019年12月，招商局商业房托基金在香港联合交易所主板成功挂牌上市，这是自2013年以来在香港上市的首只内地房地产投资信托基金，也是自2006年以来首只由内地国有企业资产分拆在香港上市的房地产投资信托基金。

自2014年中信启航REIT发行以来，中国类REITs市场迅速扩容，根据上海证券交易所和深圳证券交易所公布的数据，截至2019年6月，中国类REITs已发行52只，发行规模达1 058亿元。2017年和2018年共发行31单类REITs产品，类REITs市场迎来了快速增长期。

2020年1月，中国证监会召开2020年系统工作会议，指出稳妥推动基础设施REITs试点。

2020年4月30日，中国证监会和国家发展改革委共同发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，同时发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》公开征求意见，正式启动基础设施领域的公募REITs试点工作，标志着中国公募REITs制度与市场建设正式拉开帷幕。

近年来，在国家发展改革委、住建部、国家税务总局、中国证监会等有关部门的支持下，国内企业、金融机构、研究单位积极开展REITs

理论和政策研究。北京大学光华管理学院REITs课题组发布了REITs系列研究报告，系统、深入、完整地论述了中国REITs市场发展与建设的重要问题，包括意义与可行性、路径选择、产品结构、税制、管理模式、市场规模，以及基础资产类别（基础设施、租赁住房）等各个方面。在《中国金融》《金融研究》《国际金融研究》等核心学术刊物中，刘俏、闫云松等专家学者发表了关于改善地方政府投融资生态，促进中国REITs市场建设的大量理论成果。多位企业家两会代表连续多年发表关于中国REITs市场建设的相关提案。对建设REITs市场的意义、可行性、主要问题及解决建议等进行了深入探讨。资产管理人、评估机构、律师事务所、审计机构、评级机构等各个机构主体，对如何进一步完善中国类REITs市场以及如何推出和发展公募REITs市场提供了大量有益且具有可行性的专业建议。

探索初期的主要问题

中国境内之所以未能推出标准化REITs产品，初期的主要问题包括：

第一，缺乏对REITs的正确认识。在发展初期，由于对REITs的本质和作用理解不深，出现了“REITs是为不动产行业加杠杆的融资工具”，“把房地产风险转嫁到证券市场”等错误观点。实际上，REITs产品的特性决定了它的基本投资策略是长期价值投资，为不动产金融树立了以现金流为基础，并且反映真实资产价值的标杆。REITs将拓宽投资者的投资可行集，引导长期资金进入REITs市场，事实上能抑制不动产实物资产市场的投机行为。

第二，缺少针对REITs的法律定位和法规框架。美国通过国内税法规定了成立REITs需要满足的各方面的要求，中国香港、新加坡等市场则采用REITs专项立法来正式推出标准化REITs产品。目前发行的类REITs产品在投资期限、投资范围、收益来源、负债限制、信息披露、关联交易、分配方式等诸多方面仍没有统一制度规范。而进行专项立法或单独设立监管机构牵涉面广，制度规范的成本较高。

第三，现有税收环境约束REITs的发展。REITs发展较为成熟的市场均为REITs产品设计了税收优惠方案。鉴于中国境内没有专门针对REITs产品的法律框架，REITs产品相对于其他非不动产投资基金存在一定的税收劣势，对REITs最终的收益具有较大影响。特别是，在REITs产品结

构搭建过程中，大量项目涉及底层不动产产权的剥离和重组。在当前国内税法环境下，资产重组过程中通常涉及土地增值税、契税、增值税、企业所得税等大量税费成本。

第四，REITs市场的相关基础条件不成熟。中国不动产高速发展，不动产行业短期积累了巨大体量，但是相关的金融发展相对滞后。REITs产品同时具备金融属性和不动产属性，需要必要的配套基础设施，如熟悉不动产行业的投资银行、评级机构、律师事务所等专业中介机构，成熟的物业管理市场，以及一定数量的不动产资产管理人才等。

随着市场的不断发展，经验持续积累，经过监管部门前期扎实有效的推动以及发行人、投资机构的积极探索，初期的大部分约束问题都已经获得相当程度的突破。各相关主体对REITs的认识不断深化，并形成共识。特别是从2014年开始，在类REITs市场实践中，REITs相关的产品设计、法律法规和配套基础设施在不断形成、积累乃至突破。

5万亿~14万亿元

REITs的基础资产非常广泛，不仅包括写字楼、零售物业、酒店公寓、厂房货仓、医院、养老院等，还包括机场、港口、输电塔、管道、数据中心等基础设施。2016年，中国已经超过美国，成为全球建筑资产规模最大的国家。中国建筑资产规模的增长，是中国前所未有的基础设施投资浪潮的结果。过去多年，中国将GDP的9%用于基础设施开发，而美国的这个数字是2%。如果这种投资规模维持下去，到2025年，中国建筑资产规模将达到97万亿美元，比美国的45万亿美元高出一倍多，同时也将高于美国、日本、印度和德国4个国家的总和。目前，中国不动产市场规模已经高达44万亿美元。中国主要城市的零售商业物业及写字楼物业存量庞大，虽然中国商业地产资产证券化产品发行总量仅为128亿美元，但其发展空间巨大。

目前全球范围内已有美国、澳大利亚、加拿大、日本、韩国、新加坡、中国香港等42个国家和地区相继推出REITs，全球市值超过2万亿美元。2006—2018年全球主要国家和地区REITs发行规模见表9.1。

表9.1 2006 —2018年全球主要国家和地区REITs发行规模

年份（年）	美国		中国香港		新加坡		澳大利亚	
	市值（十亿美元）	上市数量（只）	市值（十亿美元）	上市数量（只）	市值（十亿美元）	上市数量（只）	市值（十亿美元）	上市数量（只）
2006	516.21	191	6.82	5	14.90	16	102.46	57
2007	398.98	167	8.46	7	18.25	18	107.26	60
2008	244.59	161	5.99	7	8.26	18	39.88	59
2009	347.01	166	9.52	7	19.32	18	69.31	54
2010	455.50	195	12.37	7	27.90	22	79.45	59
2011	517.18	200	15.18	8	26.23	22	74.58	59
2012	670.28	213	21.10	8	41.58	24	93.44	54
2013	739.83	232	21.42	10	44.63	30	83.52	61
2014	972.70	253	24.66	10	50.34	34	88.66	59
2015	984.07	260	23.82	10	44.27	36	88.20	58
2016	1 007.00	258	24.98	10	47.58	38	97.20	60
2017	1 109.16	247	33.40	11	54.28	31	159.66	54
2018	1 082.57	249	35.88	11	57.96	34	159.20	55

资料来源：彭博。

表9.2显示了2006—2018年全球各个国家和地区GDP和上市公司的总市值。2018年中国内地GDP总量是90万亿元，增速为6.6%，按美元计算，总量超过1.3万亿美元；美国2018年GDP总量约为20.6万亿美元。同时，在金融危机后，中国上市公司总市值不断上涨，于2017年达到9万亿美元，2018年年底为7万亿美元；美国上市公司2018年的总市值为29万亿美元。

表9.2 2006—2018年全球各个国家和地区GDP和上市公司的总市值（单位：十亿美元）

年份（年）	美国		中国香港		新加坡		澳大利亚		中国内地	
	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值
2006	13 855. 9	19 569. 0	193. 5	1 715. 0	147. 8	384. 3	747. 6	1 095. 9	2 752. 1	1 145. 5
2007	14 477. 6	19 922. 3	211. 6	2 654. 4	180. 0	539. 2	853. 8	1 298. 3	3 552. 2	4 478. 9
2008	14 718. 6	11 590. 3	219. 3	1 328. 8	192. 2	265. 0	1 055. 3	683. 9	4 598. 2	1 778. 8
2009	14 418. 7	15 077. 3	214. 1	2 305. 1	192. 4	481. 2	927. 2	1 261. 9	5 110. 0	3 573. 2
2010	14 964. 4	17 283. 5	228. 6	2 711. 3	236. 4	647. 2	1 142. 9	1 454. 5	6 100. 6	4 027. 8
2011	15 517. 9	15 640. 7	248. 5	2 258. 0	275. 6	598. 3	1 390. 6	1 198. 2	7 572. 6	3 412. 1
2012	16 155. 3	18 668. 3	262. 6	2 831. 9	289. 2	765. 1	1 538. 2	1 386. 9	8 560. 6	3 697. 4
2013	16 691. 5	24 034. 9	275. 7	3 100. 8	302. 5	744. 4	1 567. 2	1 366. 0	9 607. 2	3 949. 1
2014	17 393. 1	26 330. 6	291. 5	3 233. 0	308. 1	752. 8	1 459. 6	1 288. 7	10 482. 4	6 004. 9
2015	18 036. 7	25 067. 5	309. 4	3 184. 9	296. 8	640. 0	1 345. 4	1 187. 1	11 064. 7	8 188. 0
2016	18 569. 1	27 352. 2	320. 9	3 193. 2	297. 0	640. 4	1 204. 6	1 268. 5	11 199. 2	7 320. 7
2017	19 519. 4	30 006. 9	341. 6	4 347. 1	338. 4	787. 5	1 330. 8	1 480. 1	12 863. 5	9 411. 2
2018	20 580. 2	29 053. 2	363. 0	3 704. 0	364. 2	695. 8	1 432. 2	1 270. 7	13 606. 0	6 967. 6

资料来源：彭博。

表9.3显示了2006—2018年全球主要国家和地区REITs市值相对于其GDP及上市公司总市值的占比情况。基于这两个相对指标，我们来估计中国境内REITs市场的规模。

表9.3 2006 —2018年全球主要国家和地区REITs市值相对于其GDP及上市公司总市值的占比情况（单位：%）

年份（年）	美国		中国香港		新加坡		澳大利亚	
	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值
2006	3.73	2.64	3.52	0.40	10.08	3.88	13.71	9.35
2007	2.76	2.00	4.00	0.32	10.14	3.38	12.56	8.26
2008	1.66	2.11	2.73	0.45	4.30	3.12	3.78	5.83
2009	2.41	2.30	4.45	0.41	10.04	4.01	7.48	5.49
2010	3.04	2.64	5.41	0.46	11.80	4.31	6.95	5.46
2011	3.33	3.31	6.11	0.67	9.52	4.38	5.36	6.22
2012	4.15	3.59	8.03	0.75	14.38	5.43	6.07	6.74
2013	4.43	3.08	7.77	0.69	14.75	6.00	5.33	6.11
2014	5.59	3.69	8.46	0.76	16.34	6.69	6.07	6.88
2015	5.46	3.93	7.70	0.75	14.91	6.92	6.56	7.43
2016	5.42	3.68	7.78	0.78	16.02	7.43	8.07	7.66
2017	5.68	3.70	9.78	0.77	16.04	6.89	12.00	10.79
2018	5.26	3.73	9.88	0.97	15.91	8.33	11.12	12.53

资料来源：彭博。

第一，REITs市值占GDP的比重。总体来看，2006—2018年，全球主要市场REITs市值占GDP的比重逐渐提升。2018年，该指标为5.26%~15.91%，其中，新加坡最高，达15.91%；美国最低，虽然其REITs市值达到1.08万亿美元，但由于经济总量巨大，美国REITs市值只占GDP的5.26%。从横截面来看，该指标多分布于7%附近。2018年中国境内的GDP为90万亿元，根据该指标简单推算，中国境内REITs市场规模为4.5万亿~14.4万亿元，中位数为9万亿元。

第二，REITs市值占上市公司总市值的比重。总体来看，2006—2018年，全球主要REITs市场占其上市公司总市值的比重逐渐提升。2018年，该指标为0.97%~12.53%，其中澳大利亚最高，达12.53%，中国香港最低，只有0.97%。2018年，中国境内上市公司总市值约为43.5万亿元。由于资本市场发展阶段和国际化程度不同，各股票市场的可比性较弱。我们根据该指标在主要市场的中位数进行简单推算，预计中国境内REITs市场规模为5万亿元左右。

根据全球主要市场的REITs规模与其经济总量和上市公司总市值的关系，结合中国境内的相关数据，推算中国境内公募REITs市场规模为5

万亿～14万亿元。基于以下原因，我们认为这个估计是相对保守的，未来中国REITs市场的实际规模可能远高于这一结果。

第一，PPP基础设施投资项目为REITs提供大量的资产来源，是PPP投资退出的重要通道。目前，中国已成为世界最大的PPP市场。根据财政部PPP中心发布的《全国PPP综合信息平台管理库项目2019年报》，2014年至2019年年末，PPP中心管理库中项目累计9 440个，项目投资额累计14.4万亿元，覆盖31个省份及新疆兵团，涉及19个行业领域；落地项目累计6 330个，投资额达9.9万亿元，项目平均落地率为67.1%。未来二三十年，中国城镇化仍将继续处于发展期，基础设施投资是中国城镇化战略的重要基石。根据现有存量数据，基础设施REITs的潜在市场规模达万亿级，而考虑增量的基础设施投资，则会使基础资产规模再翻一倍。

第二，随着中国城市化进程的加快，城市人口的增加将创造一个巨大的房屋租赁市场。链家研究院2016年年底发布的《租赁崛起》报告指出：目前中国房屋租赁市场规模是1.1万亿元，预计到2025年，将增长到2.9万亿元，到2030年将超过4万亿元。事实上，中国正在经历一个人口向沿江、沿海、沿主要交通线地区聚集的大迁徙，超大城市和特大城市人口继续增长，而且平均年龄低，居留时间长，长期租房需求日益旺盛。[1]在未来一段时期，以珠三角、长三角、京津冀、长江中游和成渝城市群为代表的五大城市群仍将是我国流动人口的主要集聚区和城镇化的主战场。[2]十九大报告指出，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。在政策红利下，住房租赁的市场空间将非常广阔。而根据全球发达经济体的经验，REITs是解决住房租赁融资来源的重要渠道。REITs收购住房并出租经营，有助于消化住房市场库存，盘活存量住房并加以有效利用，从而提高资源利用效率和住房租赁市场的活力。住房租赁市场的增长将为REITs市场规模的增长提供动力。

2018年年底，中国固定资本形成总额是38万亿元，约合5.7万亿美元，同年，美国固定资本形成总额约为3万亿美元，中国固定资本形成总额约为美国的1.9倍。因此，考虑到中国城市化人口数量、不动产总量和固定资产投资明显超过美国，中国REITs市场进入成熟阶段后，规模将远超美国，具有广阔的发展空间。因此，保守估计，中国公募REITs市场规模将达到5万亿～14万亿元。考虑到中国基础设施建设的巨大需求和城市化人口的增长，预期未来中国公募REITs市场将具有更大的规

模和体量。

---

[1] 《中国流动人口发展报告2016》的调查数据显示，2015年，中国流动人口规模达2.47亿，占总人口的18%；流动人口平均年龄为28.1岁；流动人口在当地平均居住时间为56.9个月，半数流动人口有意愿继续在流入地居住5年以上，其中上海、北京有长期居住意愿的比例分别为67.4%和62.7%。

[2] 详见国家卫生健康委发布的最新报告《中国流动人口发展报告2018》。

第十章

类REITs市场

中国境内目前尚未推出标准化公募REITs，但监管部门和各市场主体在不动产证券化方面的探索一直没有停止过。一方面，中国在境外市场尝试发行以境内资产为投资标的的REITs产品。2005年，越秀REITs赴港发行，成为中国首只境外发行的REITs产品，开启了境外发行REITs的序幕。截至2018年年底，以越秀REIT、凯德商用中国信托、北京华联商业REIT等为代表的15只REITs已经在香港交易所、新加坡交易所上市。另一方面，在中国现有监管法律框架下推出与成熟市场标准化REITs的功能具有一定相似性的类REITs产品。中国境内类REITs主要包括两种，一种是以鹏华前海万科REITs为代表的公募类REITs，但受限于现有的法律框架，该类基金投资不动产资产的比例不得超过基金资产的50%，持有的不动产资产也不是商业物业的产权，而是有固定期限的BOT收益权，这导致投资者不能获得不动产增值的收益。基于上述问题，在鹏华前海万科REIT之后，再无同类公募类REITs产品问世。

以中信启航REIT为代表的私募类REITs是中国境内更主流、更具规模的类REITs，其实质是以资产支持专项计划为载体的不动产资产证券化，以私募方式发行，在交易所、银行间市场、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所挂牌交易。自2014年以来，中国境内类REITs市场发展速度逐步加快，截至2019年上半年，中国境内已发行52只类REITs，发行规模达1 058亿元。在中国境内尚未正式出台公募REITs制度的时期，借鉴REITs的核心理念，探索开展类REITs业务，已成为中国资产证券化业务的重要组成部分，有利于促进不动产市场的健康发展，促进盘活存量资产，降低发行企业杠杆率，是资本市场和资产管理行业服务实体经济的重要手段。通过这些基于资产信用的产品的实践，市场对类REITs的理解越来越深，对公募REITs的呼声也越来越高。

快速发展的类REITs市场

中国境内市场的私募类REITs产品主要以资产支持证券的形态出现，主要在交易所、银行间市场、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所以公募或私募方式发行。多数是以持有物业的公司股权或应收账款的方式设立的。在证券发行上对投资者仍然有适当性的管理要求，没有实现完全公开募集。2014—2019年，中国境内已发行类REITs持有物业类型主要包括写字楼、购物中心、零售门店、租赁住房、酒店、物流仓储、书店和社区商业等。其中排名前三的物业类型为购物中心、写字楼和零售门店，2018年以来中国境内类REITs基础资产主要集中在购物中心、写字楼、租赁住房等领域，其长期、稳定的租金收入为类REITs提供了稳定的现金流以偿还利息。以2019年以来发行的类REITs产品为例，标的物业主要分布在一线城市，特别是北京、上海，以及其他强二线城市。2014年至2019年上半年中国境内类REITs市场发展情况如图10.1所示。中国境内类REITs底层物业资产类型的发行金额占比（截至2019年3月）如图10.2所示。

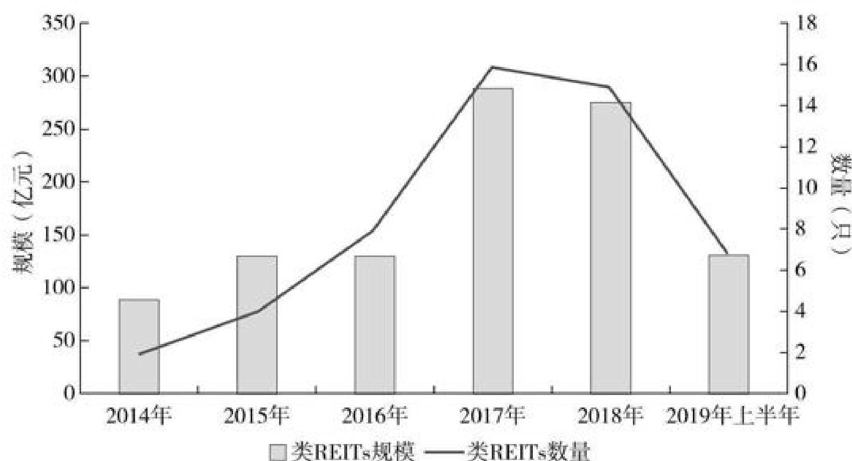


图**10.1 2014**年至**2019**年上半年中国境内类**REITs**市场发展情况

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

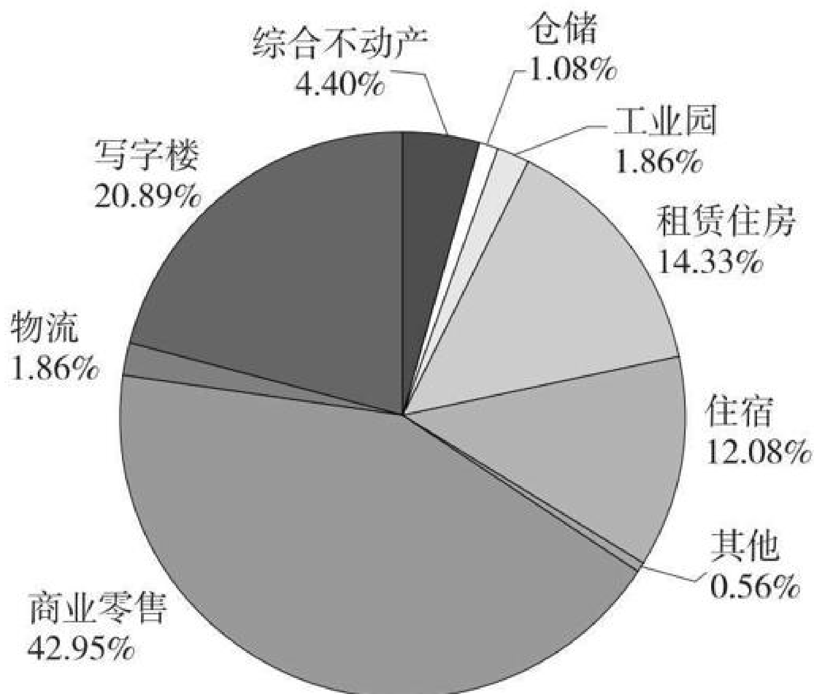


图10.2 中国境内类REITs底层物业资产类型的发行金额占比（截至2019年3月）

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

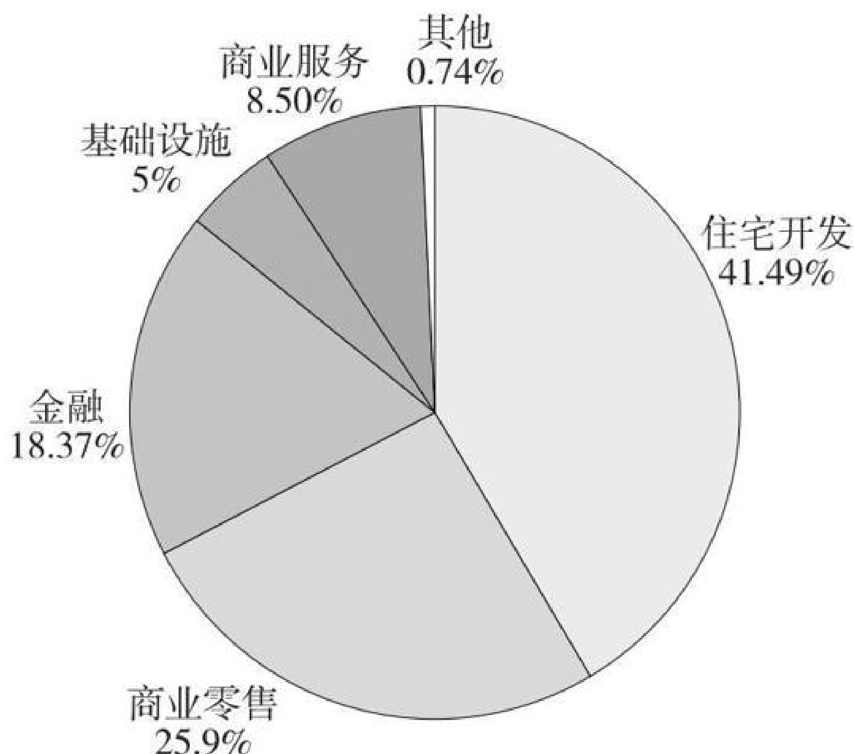


图10.3 截至2019年3月原始权益人所处行业发行金额占比

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

类REITs原始权益人（基础资产的原始持有者）涉及的行业分布广泛（见图10.3），数据显示，截至2019年3月，住宅开发企业作为原始权益人的占比为41.49%，其次，25.90%的原始权益人的行业背景为商业零售，金融企业占18.37%。以2019年9月发行的两只类REITs产品为例，华侨城租赁住房REITs项目储架规模100亿元，第一期发行规模为21.50亿元，底层资产涉及租赁住房，本期项目原始权益人为华侨城集团。作为内地首只基础设施类REITs产品，沪杭甬徽杭高速REIT以浙江沪杭甬高速股份有限公司（简称沪杭甬公司）为原始权益人，以沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）为底层资产，产品发行规模20.13亿元。

类REITs主要为私募发行，流动性HYPERLINK"https://bbs.wence.cn/tag-4122.html""_blank"较差，主要由机构投资者持有。该产品往往分为优先级和劣后级，劣后级可以对优先级起到结构化增信

的作用。类REITs优先级呈债权特征，具有长久期、收益适中、风险较低的特点，适合负债端成本较低且久期较长、风险偏好较低、希望长期获得稳定回报的投资者持有。一般来说，优先级投资者基本都是银行和保险公司，因为银行和保险公司的资金具有低风险、低成本、要求稳定回报的特点。银行理财资金是目前类REITs优先级市场最大的需求者，在资管新规出台之前，银行理财资金有较强的类REITs产品配置意愿，银行可以通过资金池运作规避类REITs产品流动性差、难以进行质押融资的负面影响。尽管资管新规对银行的资金池业务进行限制，但类REITs产品由于其低风险、高收益的特性，对银行理财资金仍具吸引力，由于资管新规对非标产品的严格管控收紧了持有不动产的重资产企业通过非标产品融资的通道，在交易所挂牌的类REITs产品因其标准化属性并不受资管新规的影响，成为重资产企业获得银行资金的新方式。银行自营资金是目前类REITs优先级市场的另一大投资方，由于银行自营资金投资AA-以上评级的企业资产支持证券的风险权重仅有20%，而类REITs投资对银行资本金的占用较少，相比风险权重为100%的信用债优势明显，收益率较同期限、同等级信用债高出近100个基点，而优先级的违约风险很小，叠加类REITs规模大、重资产的特性，使其备受银行自营资金青睐。

类REITs的次级呈股权特征，具有久期长、收益高、风险高的特点，适合负债端成本较高且久期较长、风险偏好较高且偏好股权投资的机构投资者持有，同时投资者需要拥有较强的资金运营管理能力。截至2019年上半年，中国境内类REITs偏股权的次级的平均占比为20%左右。而劣后级部分，主要由类REITs的原始权益人自持，少部分对外销售，购买者主要是券商自营账户、高风险资管账户、私募基金等风险偏好较高的投资者，此部分投资者较优先级投资者需承担更大的估值风险，因而其对收益的要求相对更高。投资者持有的优先级类REITs更多呈现出债权特征，而成熟市场REITs更多呈现股权特征。这可能与中国境内投资者对REITs产品的认知较为匮乏，投资的风险偏好相对较低有关。

资产支持证券模式下的类REITs对各类投资者的投资价值和吸引力仍有局限性：其一，类REITs均采用面对机构投资者的私募发行方式，个人投资者难以参与，无法体现金融的普惠性；其二，类REITs市场的流动性严重不足，限制了风控体系严格、流动性需求较高、负债端稳定性不足的各类机构投资者的参与；其三，类REITs的债权属性浓厚，而权益属性严重不足，劣后级比例较低且多由发起人自持，使类REITs投

资者难以分享不动产增值的收益，也限制了权益类投资者参与类REITs市场。与类REITs市场相比，标准化公募REITs是具有普惠性、高收益风险比、高流动性的权益类大类资产，能够解决类REITs市场存在的诸多问题。从这个角度看，在类REITs市场基础上，建设一个真正有效的标准化公募REITs市场的意义重大。

资产支持证券架构

中国境内已发行的类REITs产品是采用中国市场资产支持证券架构来搭建的，多数的实现方式为由资产支持专项计划持有私募基金份额，私募基金通过股权和债权的方式持有项目公司，项目公司持有底层资产。在产品架构中，专项计划为产品的资金提供通道，计划经交易所审批后，向合格投资者募集资金，根据交易安排实现对基础资产的权利受让；产品主要包括5个主体，即投资者（持有资产支持计划）、原始权益人（基础资产的原始持有者）、基金管理人（管理私募基金）、计划管理人（管理资产支持专项计划）和资产服务/运营服务机构（管理目标资产）。[1]发起人在发行类REITs产品时往往同时进行外部增信，如包括基于优先购买权的权利维持费、差额支付、流动性支持、各类触发机制等，以保障优先级能够保本保收益。目前，多数已发行的类REITs产品中的优先级份额对外发售，而劣后级份额多由原始权益人或其关联主体持有。劣后级份额的设计一方面满足了原始权益人享有资产增值收益的要求，另一方面也给未来劣后级份额的转让，包括上市或其他对外出售提供对接机会。

根据标的物业资产权属是否转移，类REITs产品被划分为“过户型REITs”和“抵押型REITs。”[2]“过户型REITs”的显著特征是标的物业资产所有权的变更，投资者通过投资REITs产品间接获得标的物业资产的所有权。“抵押型REITs”通常以商业物业抵押贷款的信托受益权为基础资产，投资者仅享有物业资产的抵押权，不涉及产权变更。由于“抵押型REITs”的交易结构相对简单，下面将重点讨论“过户型REITs”产品的交易结构。从具体的发行设立流程来看，以较为复杂的“资产支持专项计划＋私募基金＋特殊目的载体”三层结构为例，梳理如下（见图10.4）：

1.原始权益人通过内部重组将目标资产置入特殊目的载体名下，为后续特殊目的载体股权转入类REITs产品打下基础。

2.基金管理人发起私募基金，由原始权益人认购全部份额，拟安排该基金于资产支持专项计划设立日购买特殊目的载体100%的股权。

3.投资者认购计划管理人成立的资产支持专项计划，并于资产支持专项计划设立日向原始权益人购买其持有的全部私募基金份额，至此，投资者间接持有目标资产。

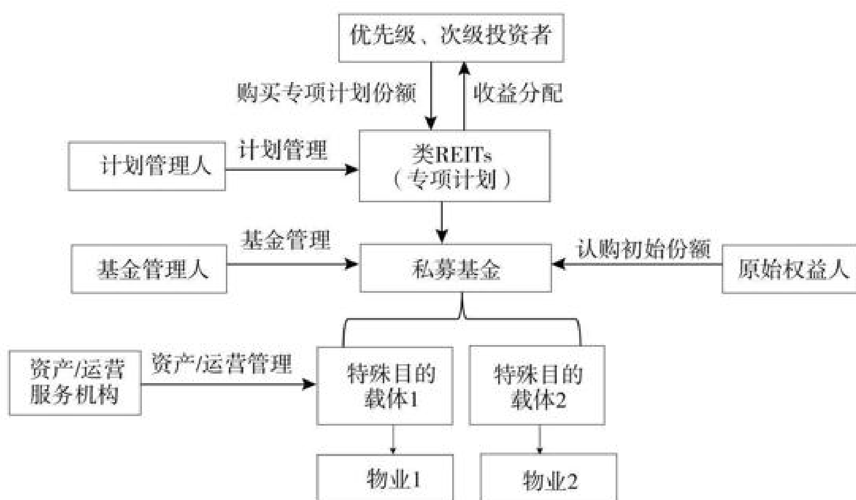


图10.4 类REITs交易结构

以上股权关系可以表述为：投资者→资产支持专项计划→私募基金→特殊目的载体→目标资产。其中，设立项目公司（特殊目的载体）的目的主要是出于交易便捷性以及再交易成本的考虑：首先，工商部门的股权变更登记手续相对于国土部门的不动产变更登记手续更为简便，办理时限较短；其次，物业过户牵涉到契税、土地增值税、增值税等较为繁重的税负，股权变更则不需要考虑上述税费，在产品退出时可节约一定的交易成本；最后，项目公司作为法定组织，可将物业在产品存续期间的收入、支出以标准的公司财务报告形式呈现，可为物业在产品存续期间的运营情况提供客观清晰的判断依据。在实践中，通常将契约型基金作为私募基金的法律载体。私募基金在类REITs资产支持专项计划中的意义，主要有以下4点：

第一，在该架构下，计划管理人多为证券公司。根据监管规定，证券公司不得直接投资非上市公司股权，因此，计划管理人代表计划份额持有人的利益持有项目公司股权具有法律障碍，在工商登记以及后续监

管报批过程中存在法律风险。加入私募基金结构后，基金管理人可替代资产支持专项计划直接持有项目公司股权，且上述行为不存在法律限制，由此可以保障类REITs资产支持专项计划产品架构的顺利搭建。

第二，中国境内目前现行的税收法律体系仍然无法解决投资者以及项目公司所得税的双重征税问题，通过私募基金直接持有项目公司股权并在现行税务框架允许的范围内向项目公司发放股东借款，是目前类REITs较多采用的税务优化方案。通过上述方式，项目公司获取的物业经营收益可以作为股东借款利息直接被提取至基金层面，进而分配给基金份额持有人，而项目公司所持物业经营收入与利息成本相抵扣，并不产生额外的所得税费用。

第三，私募基金与项目公司构成的产品结构无论是对产品持有人还是未来在产品存续期满后可能受让基础资产的第三方均有重要意义。鉴于契约型基金份额转让便利，且持有人（资产支持专项计划）单一，对基础资产有购买意向的第三方市场机构完全可以在产品存续期满后，通过受让私募基金份额的方式购买基础资产，从而保留原有的税收优化结构，实现基础资产的获取以及产品份额持有人的退出。

第四，契约型私募基金具有设立简便快捷、标准化程度高、登记备案系统完善的优势。在监管政策允许的情况下，由契约型私募基金直接对接公募REITs的操作难度较低且避免了现有资管产品的复杂分层，具有一定的可操作性。

持续创新的市场

类REITs产品的推陈出新，既在实操层面为中国境内标准化REITs的落地夯实了基础，又通过创新示范效应，普及了REITs知识理念，推动了股权购买市场的发展。2012年8月，首单银行间类REITs产品天房集团保障房资产支持票据发行，发行规模为20亿元；2014年5月，首单交易所类REITs——中信启航REIT，作为中国境内首单与标准化REITs产品具有一定相似性的类REITs发行，之后，类REITs产品在交易结构、会计处理、税务筹划和资产评估等方面越发成熟，创新速度不断加快。

2017年8月，中国境内首单不依赖主体评级的交易所类REITs产品勒泰REIT发行，发行规模为35亿元，该产品的底层资产为勒泰集团旗下项目石家庄勒泰中心，截至REITs发行已运营4年多，出租率超95%，租金

收入稳定。值得注意的是，该产品创下多个“第一”，既是“首单不依赖主体评级的类REITs产品”，也是“首单非一线城市优质商业类REITs产品”，且创“同类型类REITs成本最低”的纪录。该产品的顺利落地，极大地推进了中国境内类REITs市场的发展，也为非一线城市优质商业物业获得资本市场支持提供了可行路径和成功范例，它首次采用了彻底无主体增信，完全基于资产信用的模式，打破了市场对强主体的信用依赖，推动投资逻辑向真正的资产证券化靠拢，成为中国境内类REITs产品底层资产筛选、交易架构搭建、风控措施设计的重要参考，并为推动标准化权益型公募REITs发展，引导投资者回归证券化以底层资产为核心的本源，进行了有益的铺垫和探索。

2017年10月，保利租赁住房类REIT产品的推出开创了在类REITs产品中引入“一次审批、分期发行”的储架发行方式的先河，验证了“以REITs打通租赁住房企业退出渠道、构建租赁住房完整商业模式闭环”的可行性，为租赁住房资产证券化树立了榜样，成为住房租赁市场的一个标志性事件。作为中国境内首单储架发行类REITs产品，其专项计划的总规模为50亿元，其中优先级份额占90%，次级份额占10%。优先级份额在上海证券交易所公开转让、交易，评级为AAA级，并采用储架发行机制，产品期限为18年，每3年有一个开放期。底层物业资产是保利地产自持的优质租赁住房，首期价值16.8亿元的物业，来源于九个城市十个项目的1 087套公寓。

在2018年发行的类REITs产品中，创新也从未停止。2018年2月9日，新建元邻里中心REIT发行，产品发行总规模为20.5亿元，其中，优先级14.50亿元，次级6.00亿元。标的资产为位于苏州工业园区的10处邻里中心，本产品是中国境内首单社区商业物业REITs。2018年3月30日，中国境内首单底层资产可赎回REITs中信皖新阅嘉一期资产支持专项计划发行，产品发行总规模5.55亿元，标的资产为位于安徽省经济较发达地区的24家书店资产。本单产品为皖新传媒盘活存量资产，以及内生化发展提供了有效助力，对国有企业的融资也具有重要的标杆示范作用。2018年6月8日，苏宁云新一期资产支持专项计划发行，产品发行总规模34.92亿元，标的资产为分布在14个城市核心地段的苏宁门店物业。作为中国境内首单承续发行的类REITs，该产品对中国境内REITs行业的发展具有重大的创新意义。产品采取了创新的交易结构设计，以新发类REITs的形式无缝承接中国境内较早期的类REITs——原中信华夏苏宁云创二期项目的相关权益，首次真正实现了产品间的闭环运作，在公募REITs正式推出之前，为中国境内已初具规模的类REITs产品以续发类

REITs的方式实现退出进行了有效探索并树立了典范。2018年11月1日，深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划发行，产品发行总规模31.00亿元。其中，优先A级9.30亿元，优先B级15.50亿元，次级6.20亿元。标的资产为位于深圳的公共租赁型住房，该产品是中国境内交易所首单公共人才租赁住房类REITs。2018年12月11日，顺丰产业园一期资产支持专项计划发行，产品发行总规模18.46亿元。其中，优先级11.20亿元，次级7.26亿元。标的资产为顺丰旗下上海青浦产业园和无锡电商产业园，顺丰产业园类REIT是中国境内首单类永续物流地产储架类REITs。该项目的成功发行，是物流地产证券化的又一次积极探索，本次发行的资产支持证券以上述两处产业园资产的剩余土地使用年限为发行期限，最长可延展运作44年；并设计了完善的税务筹划机制和延展运作机制，真正实现了资产的表外运营，投资者可以在产品存续期间持续获得物业运营和物业资产增值带来的收益。

自2019年以来，备受市场关注的公募REITs的脚步渐行渐近。2019年1月，中国境内首单可扩募物流仓储REITs产品——菜鸟仓储REIT获上海证券交易所审议通过。本专项计划以菜鸟持有的部分优质高标物流仓储基础设施为底层物业资产，获批规模50亿元，首期发行规模10.7亿元，其中优先级资产支持证券发行规模6.7亿元。本专项计划在产品结构中创新性地引入扩募机制，是内地首单可扩募REITs产品，可以实现同一REITs下新资产的持续注入，有助于中国物流仓储资产证券化的探索。2019年9月，沪杭甬徽杭高速REIT成功发行，是中国境内首单基础设施类REITs产品，发行规模为20.13亿元，专项计划以沪杭甬公司为原始权益人，以沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）为底层资产，这是REITs在传统基础设施领域的第一次尝试，基础设施REITs必将是未来大类金融资产配置的重要内容。此次专项计划的成功发行，是传统基础设施领域首次尝试“存量带动增量”的滚动发展模式。在保障存量资产高标准运营的前提下，回收资金可继续用于新的基础设施项目的投资，形成良好的投资循环，提升资本使用效率，对中国基础设施领域的长效发展机制的确立具有重要标杆意义。

类REITs产品接连推陈出新，既为中国不动产行业解决存量大、融资难、成本高等问题提供了可行渠道，也通过REITs知识理念的普及以及市场发展的推动为标准化公募REITs的落地奠定了坚实的基础。

类REITs和公募REITs

中国境内类REITs产品各有特点，在融资需求、权益属性、专业化运作上与公募REITs相似，但类REITs仍是一个私募范畴、偏债性的产品，在组织形式、产品交易结构、期限、增信、流动性、分配方式等方面，与全球主流的权益型公募REITs仍有差别，详见表10.1。

表10.1 类REITs与公募REITs的比较

维度	类 REITs	公募 REITs
产品属性	以债务性融资产品为主	以权益型融资产品为主
载体	资产支持证券	单位信托、公募基金、公司
组织形式	专项计划	信托基金或投资公司（境内为封闭式公募基金）
入池物业	存续期间物业组成为静态	动态变化，入池物业可新增或出售
交易地点	大宗交易平台	集合竞价平台
退出战略	资产处置	场内交易
投资范围	项目公司股＋债，监管部门规定的合规投资	物业产权、房地产相关股票、其他 REITs 或商业房地产抵押贷款支持证券等
产品结构	优先级、劣后级	平层
融资方式	产品本身不融资，可分级	银行贷款或发债
负债及抵押	以优先级融资	项目公司及产品层面均可进行融资，有比例限制
流动性	大宗交易平台，最低门槛 100 万元，流动性较弱	公开市场交易，流动性较强
投资者人数	不超过 200 人	通常设有下限，无上限
产品期限	固定期限	永续
增信	多具有收益支持增信，差额补足、流动性支持等	极少有增信，少数有派息补贴
分配	优先级获得固定收益，次级可享受物业处置收益，但期限通常较短	强制分红比例，无固定收益
投资者收益	优先级固定，次级主要享受资本增值	分红及资本增值
投资者交易方式	持有到期或开放期为主，可在交易平台转让，但流动性相对较弱	以证券交易为主
管理模式	被动管理，以安全运营并退出为主	主动管理，稳定运营的同时注重业绩提升

维度	类REITs	公募REITs
税负水平	资产转移过程中，需考虑企业所得税、土地增值税、契税、增值税等税负；存续期间需通过交易结构设计优化项目公司企业所得税和投资者所得税双重征税问题	资产转移过程中，各个国家和地区的税收情形有较大差异，部分国家和地区出台税收优惠支持政策；收益分配达到一定比例，分配给投资者部分免征公司层面所得税

注：公募REITs以境外主流权益型REITs为参照。

第一，在产品属性和产品结构方面，类REITs以债务性融资产品为主，通常进行分层设计，而优先级与劣后级的比例在一定程度上体现了类REITs产品的股债属性。通常，劣后级占比越大、优先级占比越低，产品的权益属性就越强。通过分析2014年至2019年上半年发行的52只类REITs产品，我们可以发现：首先，不同产品劣后级的占比差异较大。其次，劣后级在持有期间的收益较少，主要依靠退出时的资本增值获取收益。对于劣后级持有期间的收益，各专项计划的安排不一。由于可分配现金流基本上用于向优先级投资者分配收益，实际上可分配给劣后级投资者的剩余收益较少。最后，外部独立投资者认购劣后级份额的比例较低。对于大部分类REITs，劣后级份额基本上由原始权益人及其关联方持有，外部独立投资者的认购意愿不强。公募REITs不在产品层面做结构化安排，其份额全部具有权益属性。从境外REITs的实践看，REITs整体上也存在股债属性，债务可以在底层项目公司中体现，且可以有多样化的债务工具，包括银行贷款、债券、商业房地产抵押贷款支持证券等。REITs主体举债，主要是为了适当应用杠杆以提高收益率，但对债务率有严格控制，如中国香港、新加坡要求REITs的负债比率不超过45%。目前主要国家和地区REITs的平均负债比率均较低（中国香港28.5%，新加坡33.7%，美国31.7%）。

第二，公募REITs的管理模式与类REITs有不同的商业逻辑。目前，中国境内类REITs产品的主要管理职责由计划管理人和基金管理人承担，主要负责基础资产运营情况的监督核查、现金流的归集分配、投资者信息的披露等，对底层物业资产的运营管理、业绩提升的参与程度不高，属于被动管理。标准化权益型REITs通常采用主动管理模式，其产品价值在较大程度上依赖于产品管理人对物业资产的专业管理与合理投资决策。管理人以REITs投资者的投资收益最大化为目标，需要在物业投资组合管理、资本结构优化、物业改造提升、租赁运营及物业管理等

领域发挥专业能力，从而全方位增强REITs产品的内生增长动力。美国REITs还经历了从外部管理到内部管理的转变，其核心推动因素也是内部管理更能发挥管理人的主动管理能力，降低代理成本。

第三，从入池物业存续期的表现和退出方式来看，中国境内类REITs一般以单一资产项目为载体，在产品存续期间，物业资产为静态管理形式。目标资产的选择通常由发起人即原始权益人决定，在专项计划成立之初便确定若干物业资产作为基础资产，在产品存续期间也不会购买新的物业资产，即类REITs的规模一般是固定的。其项目收入也仅限于项目公司的运营收入以及产品到期退出时物业资产的处置收入或原始权益人支付的权利对价等。退出时，REITs项目公司回收所有投资和资本利得后，更多是产品到期退出或开放期退出。相比之下，国际标准化公募REITs具备较为完善的扩募以及资产收购与处置机制，外延发展能力良好。REITs的这种外延发展能力，有助于扩大规模，提升经营水平和竞争力，降低REITs产品的融资成本。例如，美国西蒙地产从1993年REITs上市时的114处物业资产，扩张至如今的490处物业资产，其运营管理水平和投资业绩持续提升，为REITs投资者带来长期稳定的投资回报。公募REITs主要是超长期或永续的，投资者退出方式以二级市场交易为主。

第四，从REITs的融资和定价方式来看，公募REITs一般通过公开上市进行融资，而中国境内类REITs产品大部分还是私募的形式，所以其只能通过非公开渠道向合格投资者发放专项计划份额来融资，通常原始权益人还会通过内部增信或外部担保等方式进行增信以降低融资成本。参照境外成熟REITs市场的实践经验，分红收益率通常被当作REITs定价的一个核心指标，这体现了国际标准化REITs长期持有、权益性的商业逻辑。相比之下，中国境内类REITs产品主要体现为强债性商业逻辑，劣后级份额收益通常很低，且由原始权益人及其关联主体自持。一方面，银行、保险公司等传统保守型机构投资者短期内难以对劣后级份额进行投资，同时劣后级份额因缺少流动性，也无法获得个人投资者或其他权益型市场投资者的认可。因此，实践中原始权益人只能从扩大融资规模、满足优先级投资者固定收益预期的角度对产品进行定价。

第五，从收益分配方式看，美国、新加坡、中国香港等成熟市场在REITs收益分配方面，都采用了需将应税收益的90%以股利或分红形式分配给投资者才可以享有税收优惠的规定。中国境内由于没有关于REITs收益分配方面的法律法规，出现了优先级、次级等多种收益权类

型。其中，优先级证券大多只享有发行时确定的固定利率或在计划退出进行资产处置时产生的部分增值收益，资产处置产生的大部分收益由次级或权益级证券享有；而享有资产处置收益的次级或权益级证券的期限通常较短，不能达到长期持有并享受增值的目的。

第六，类REITs产品与公募REITs产品的募集形式不同。中国境内当前产品受限于资产支持专项计划形式的限制，多为私募，募集范围一般在200人以下。在3～5年后产品到期退出时，即使中国境内在各方面都具备了发行公募REITs的条件，但因为原始权益人拥有优先回购权，如果原始权益人需要支付的权利对价较少，根据不同交易条款的设置，也可能影响产品最后以公募REITs形式退出。境外成熟市场REITs产品的投资者范围广，投资期限长。以美国为例，REITs成立时，受益人须在100人以上，持股最多的5名股东所持份额不能超过总流通值的50%，若要满足上市要求，则需更多的股东持股或满足一定交易量，投资者通常可以长期持有，也可以交易转让。中国境内类REITs产品的发行情况见表10.2。

表10.2 中国境内类REITs产品的发行情况

序号	项目名称	基础资产	发起机构	债券名称	评级	发行金额（万元）	发行总额（万元）	利率（%）	计息起始日	期限
1	中信启航专项资产管理计划	北京中信证券大厦、深圳中信证券大厦	中信证券	启航优先级	AAA	365 000	521 000	7.00	2014-4-25	5
				启航次级	—	156 000		—		6
2	中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	苏宁云商11家自有门店物业	苏宁云商	14苏宁A	AAA	208 500	439 500	6.17	2014-12-16	18
				14苏宁B	AA	231 000		—		4
3	中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	苏宁云商14家自有门店物业	苏宁云商	151苏宁A	AAA	167 700	333 500	5.60	2015-6-29	18
				151苏宁B	AA+	165 800		—		4
4	恒泰浩睿–海航浦发大厦资产支持专项计划	上海浦发大厦	海航实业	恒浩航A	AAA	153 100	250 000	5.30	2015-12-2	18
				恒浩航B	AA+	96 900		—		3
5	招商创融–天虹商场（一期）资产支持专项计划	深圳天虹鼎诚大厦裙楼	天虹商场	天虹优先	AAA	94 250	145 000	5.24	2015-12-11	4
				天虹次级	—	50 750		4.35		4
6	恒泰浩睿–彩云之南酒店资产支持专项计划	北京酒店物业和版纳酒店物业	云南城投	恒浩云A	AAA	77 000	580 000	4.49	2015-12-23	18
				恒浩云B	AA+	493 000		6.39		9
				恒浩云C	AA+	10 000		7.99		9

序号	项目名称	基础资产	发起机构	债券名称	评级	发行金额（万元）	发行总额（万元）	利率（%）	计息起始日	期限
7	天风-中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划	昆明爱琴海购物中心	中航信托	航星 A	AAA	68 000	140 000	4. 90	2016-6-14	18
				航星 B	AA +	62 000		7. 00		5
				航星 C	—	10 000		—		18
8	东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划	上海青浦吾悦广场	新城控股	16 吾悦 A	AAA	50 000	105 000	5. 35	2016-6-16	5
				16 吾悦 B	AA	25 000		6. 50		5
				16 吾悦 C	—	30 000		—		5
9	中信华夏苏宁云享资产支持专项计划	苏宁云商 6 个物流仓储物业	苏宁云商	云享优先	AAA	120 000	184 700	4. 00	2016-6-24	4
				云享权益	—	64 700		—		4
10	首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划	重庆观音桥大融城购物中心	上海雷泰投资中心	大融城 A	AAA	130 000	250 000	3. 80	2016-8-5	7
				大融城 B	AA +	30 000		4. 30		7
				大融城 C	—	90 000		—		7
11	中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	南京国际金融中心	三胞集团	16 三胞 A	AAA	157 500	305 300	3. 80	2016-11-28	24
				16 三胞 B	AA	147 800		6. 95		4
12	中信皖新阅嘉一期资产支持专项计划	安徽 8 处书店物业资产	皖新传媒	16 皖新 1A	AAA	36 000	55 500	4. 20	2016-12-13	18
				16 皖新 1B	AA +	19 500		4. 70		18
13	长江楚越-中百一期资产支持专项计划	武汉中心百货大楼和江夏中百广场	中百百货	16 中百 A	AAA	45 000	104 000	5. 10	2016-12-26	5
				16 中百 B	AA	33 000		6. 00		5
				16 中百次	—	26 000		—		5
14	平安苏宁广场资产支持专项计划	成都苏宁广场	苏宁置业	16 苏广 A	AAA	35 000	168 000	5. 20	2016-12-27	21
				16 苏广 B	AA +	110 000		6. 00		9
				16 苏广次	—	23 000		—		21
15	天风光大-亿利生态广场一期资产支持专项计划	北京亿利生态广场	首誉光控	亿利 1A	AAA	59 000	107 682	5. 20	2017-1-17	18
				亿利 1B	AA +	21 500		5. 60		18
				亿利 1C	—	13 000		7. 00		18
				亿利 1 次	—	14 182		—		18
16	恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划	北京盈都大厦 D 座	华远地产	华远盈都商业 A	AAA	29 000	73 600	5. 80	2017-1-24	18
				华远盈都商业 B	AA	43 600		6. 30		18
				华远盈都商业 C	AA	1 000		6. 49		18
17	兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金资产支持证券信托	安徽 8 处书店物业资产	皖新传媒	17 兴业皖新 REIT1A	AAA	33 000	55 350	4. 80	2017-2-20	18
				17 兴业皖新 REIT1B	AA +	22 350		5. 40		18
18	恒泰弘泽-广州海航双塔资产支持专项计划	广州海航大厦	海航旅游	双塔 A	AAA	113 000	270 000	5. 00	2017-3-2	18
				双塔 B	AAA	152 000		6. 50		18
				双塔 C	AAA	5 000		7. 00		18
19	中银招商-北京凯恒大厦资产支持专项计划	北京凯恒中心	中铎置业	凯恒优 A	AAA	160 000	300 500	4. 60	2017-3-15	10
				凯恒优 B	AA	85 000		5. 20		10
				凯恒次	—	55 500		—		10
20	开源-北京海航实业大厦资产支持专项计划	北京海航实业大厦	海航实业	实业 A	AAA	100 000	220 000	5. 15	2017-3-16	18
				实业 B	AAA	100 000		6. 23		18
				实业 C	AAA	20 000		6. 90		18
21	招商创融-福晟集团资产支持专项计划	福州福晟国际中心写字楼	福晟集团	17 福晟 A	AA +	85 000	170 000	7. 50	2017-6-28	18
				17 福晟 B	AA	80 000		7. 80		18
				17 福晟次	—	5 000		—		18
22	中信-金石-碧桂园凤凰酒店资产支持专项计划	碧桂园旗下 14 家酒店	增城碧桂园	17 凤凰酒店 A	AAA	95 000	351 000	6. 00	2017-7-12	9
				17 凤凰酒店 B	AA +	220 900		6. 80		9
				17 凤凰酒店 C	—	35 100		—		9

序号	项目名称	基础资产	发起机构	债券名称	评级	发行金额（万元）	发行总额（万元）	利率（%）	计息起始日	期限
23	天风光大－亿利生态广场二期资产支持专项计划	亿利生态广场	首誉光控	亿利 2A	AAA	37 000	73 600	6.40	2017-7-28	18
				亿利 2B	AA +	13 000		7.00		18
				亿利 2C	—	10 000		7.00		18
				亿利 2 次	—	13 600		—		18
24	中联前海开源－勒泰一号资产支持专项计划	石家庄勒泰中心	勒泰房开	17 勒泰 A1	AAA	100 000	350 000	5.70	2017-8-3	5
				17 勒泰 A2	AA +	210 000		6.90		5
				17 勒泰次	—	40 000		—		5
25	畅星－高和红星家居商场资产支持专项计划	天津 2 处红星美凯龙家居商场	畅和信投资	红星优 A	AAA	136 800	265 000	5.70	2017-9-13	5
				红星优 B	AA +	43 200		6.10		5
				红星次	—	85 000		－		5
26	渤海汇金－中信资本悦方 ID Mall 资产支持专项计划	湖南长沙悦方 ID Mall 购物中心	中信资本	悦方优先 A	AAA	140 400	277 000	5.50	2017-10-20	4
				悦方优先 B	AA +	41 600		5.80		4
				悦方特别级	—	6 000		—		0.5
				悦方权益级	—	89 000		—		4
27	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	北京新派公寓（CBD）	洋部落（北京）	新派优先级	AAA	13 000	27 000	5.30	2017-11-3	5
				新派权益级	—	14 000		—		5
28	苏宁广场 2017 年资产支持专项计划	苏宁广场	苏宁商通	17 苏宁广场 A	AAA	49 000	195 000	6.50	2017-12-21	18
				17 苏宁广场 B	AA +	117 000		7.50		18
				17 苏宁广场 C	—	29 000		—		18
29	招商创融－海富通－步步高资产支持专项计划	步步高新天地（吉川、合川）	步步高集团	步步高 A	AA +	58 000	124 000	7.00	2017-12-21	18
				步步高 B	AA	53 500		7.00		18
				步步高 C	—	12 500		—		18
30	西安迈科大厦资产支持专项计划	迈科国际大厦	西安盈宇	17 迈科 1A	AAA	24 000	54 000	7.00	2017-12-22	18
				17 迈科 1B	AA	26 000		8.50		18
				17 迈科 1 次	—	4 000		—		18
31	中联东吴－新建元邻里中心资产支持专项计划	苏州工业园区 10 处邻里中心物业	新建元集团	新建元 1A	AAA	145 000	205 000	5.80	2018-2-9	5
				新建元 1B	—	60 000		—		5
32	中联前海开源－保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	10 处租赁住房	保利地产	保利 R1 优	AAA	154 530	171 700	5.50	2018-3-13	18
				保利 R1 次	—	17 170		—		18

序号	项目名称	基础资产	发起机构	债券名称	评级	发行金额（万元）	发行总额（万元）	利率（%）	计息起始日	期限
33	皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划	安徽19处书店物业资产	皖新传媒	18皖新1A	AAA	35 500	55 500	6.10	2018-3-30	18
				18皖新1B	AA+	20 000		6.50		18
34	中联前海开源－碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	5处租赁住房	碧桂园集团	碧桂园1优	AAA	154 530	171 700	5.75	2018-4-27	18
				碧桂园1次	—	17 170		—		18
35	华泰佳越－苏宁云新一期资产支持专项计划	14个城市核心地段的苏宁门店物业	苏宁电器集团	佳越A	AAA	185 300	349 200	6.50	2018-6-8	18
				佳越B	AA+	162 900		7.50		18
				佳越次	—	1 000		—		18
36	高和晨曦－中信证券－领昱1号资产支持专项计划	公寓资产	上海领昱公寓	18领昱1A	AAA	9 000	25 000	5.90	2018-6-21	3+2
				18领昱1B	AA+	6 000		6.50		3+2
				18领昱1次	—	10 000		—		3+2
37	中联前海开源－越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	租赁住房	越秀集团	18越秀1A	AAA	44 699	49 666	5.00	2018-8-10	3+2
				18越秀1次	—	4 967		—		3+2
38	中信证券－泰禾集团慕盛长租公寓1号资产支持专项计划	福悦居（北京）所拥有的65套长租公寓	慕盛（北京）公寓	慕盛1优A	AAA	17 000	81 053	7.50	2018-9-7	17.74
				慕盛1优B	AA+	48 000		9.00		17.74
				慕盛1次	—	16 053		—		17.74
39	中信证券－阳光城长租公寓1号资产支持专项计划	浦东新区红枫路450弄"馨乐庭服务公寓"	福州开发区君凯经济发展	中阳优A	AAA	40 000	121 000	6.30	2018-9-19	18
				中阳优B	AA+	30 000		6.80		18
				中阳次	—	51 000		—		18
40	深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划	安居集团持有的深圳市范围内人才租赁住房	深圳市人才安居集团	深投1A	AAA	93 000	310 000	4.38	2018-11-7	19.01
				深投1B	AAA	155 000		—		19.01
				深投1C	—	62 000		—		19.01
41	深创投中金－苏宁云创资产支持专项计划	苏宁集团旗下11处优质门店	苏宁电器集团	苏云1A	AAA	287 200	492 000	6.20	2018-11-21	13
				苏云1B	AA+	203 800		7.50		13
				苏云1C	—	1 000		—		13
42	华泰佳越－顺丰产业园一期第1号资产支持专项计划	顺丰旗下尚处产业园	顺丰丰泰	顺丰01优	AAA	112 000	184 600	5.05	2018-12-11	42
				顺丰01次	—	72 600		—		42
43	中联前海开源－远洋集团一号资产支持专项计划	远洋集团旗下商业资产	远洋控股集团	远洋R1A1	AAA	160 150	320 300	5.50	2018-12-13	5
				远洋R1A2	AAA	128 120		6.00		5
				远洋R1次	—	32 030		—		5
44	海通－华泰资管－中渝广场物业资产支持专项计划	重庆中渝广场	恒大地产集团	18中渝1A1	AAA	32 000	121 000	7.30	2018-12-28	17.98
				18中渝1A2	AAA	88 000		7.50		17.98
				18中渝1次	—	1 000		—		17.98
45	中联前海开源－恒大租赁住房一号第一期资产支持专项计划	恒大集团旗下租赁住房资产	恒大地产集团	恒大R1优	AAA	106 200	118 000	7.50	2018-12-29	18
				恒大R1次	—	11 800		—		18
46	中信金石－深圳龙岗万科广场资产支持专项计划	深圳龙岗万科广场	珠海市懋德诚投商业发展	19印力2A	AAA	110 000	211 600	5.40	2019-3-1	3+2
				19印力2B	AA+	55 000		6.40		
				19印力2C	—	46 600		—		
47	平安汇通－平安不动产朗诗租赁住房一期资产支持专项计划	朗诗寓上海森兰店	平安不动产	平朗1优	AAA	95 000	106 800	4.60	2019-3-20	18
				平朗1次	—	11 800		—		
48	菜鸟中联－中信证券－中国智能骨干网仓储资产支持专项计划	菜鸟网络重庆两江物流仓储项目	上海菜鸟管理咨询有限公司	菜鸟19优	AAA	67 000	107 000	4.45	2019-3-20	3+2
				菜鸟19次	—	40 000		—		

序号	项目名称	基础资产	发起机构	债券名称	评级	发行金额（万元）	发行总额（万元）	利率（%）	计息起始日	期限
49	海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划	海南控股持有的人才租赁住房	海南省发展控股有限公司	海人才1A	AAA	78 300	87 000	4. 50	2019-3-26	18. 01
				海人才1B	—	8 700		—		17. 95
50	中联前海开源－华发租赁住房一号第一期资产支持专项计划	华发股份旗下租赁住房资产	珠海华发实业	华发R1优	AAA	139 100	154 800	5. 00	2019-3-27	18
				华发R1次	—	15 700		—		18
51	华泰佳越－阳光控股大厦资产支持专项计划	阳光控股大厦	阳光城集团	19阳光A	AAA	73 000	210 000	5. 50	2019-4-23	20. 53
				19阳光B	AA+	74 000		6. 50		
				19阳光C	AA+	32 000		7. 50		
				19阳光D	—	31 000		—		
52	光证资管－光控安石商业地产第1期静安大融城资产支持专项计划	上海静安大融城	光大嘉宝	大融城1A	AAA	200 000	430 000	4. 58	2019-5-14	7
				大融城1B	AA+	70 000		5. 18		
				大融城1C	AA	20 000		6. 50		
				大融城1D	A	60 000		8. 90		
				大融城1E	—	80 000		—		
53	金茂华福－长沙金茂广场北塔资产支持专项计划	长沙金茂广场北塔	天津金茂信和投资管理有限公司	19金茂A	AAA	55 000	116 500	4. 40	2019-7-16	—
				19金茂B	AA+	20 000		4. 90		
				金茂权益	—	41 500		—		
54	光证资管－光控安石商业地产第2期观音桥大融城资产支持专项计划	重庆观音桥大融城购物中心	上海雷泰	大融城2A	AAA	150 000	290 000	5. 35	2019-9-4	3+3+1
				大融城2B	AA+	43 000		5. 80		
				大融城2C	—	97 000		—		
55	中联前海开源－华侨城租赁住房一号第一期资产支持专项计划	上海苏河湾长租公寓	华侨城（上海）置地	侨城REIA	AAA	193 500	215 000	4. 24	2019-9-18	18
				侨城REIB	—	21 500		—		
56	中联基金－浙商资管－沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	徽杭高速公路（安徽段）	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	沪杭甬优	AAA	90 000	201 300	3. 70	2019-9-24	15
				沪杭甬次	—	111 300		—		
57	华泰佳越－顺丰产业园一期第2号资产支持专项计划	深圳、义乌、淮安3处顺丰产业园	顺丰丰泰	顺丰02优	AAA	76 500	136 000	4. 90	2019-9-26	40
				顺丰02次	—	59 500		—		
58	中联元联－前海开源－苏州恒泰商业地产一期资产支持专项计划	苏州工业园区国际大厦、月亮湾国际中心	恒泰集团	恒泰R1优	AAA	84 000	120 000	4. 30	2019-9-27	5
				恒泰R1次	—	36 000		—		
59	中联元联－前海开源－新建元商旅资产支持专项计划	苏州工业园区4处商业物业	新建元控股集团	新建元2A	AAA	120 000	180 000	4. 29	2019-10-29	5
				新建元2B	—	60 000		—		
合计						11 836 951	11 836 951			

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会。

通过以上对比可以看出，类REITs产品与国际标准化公募REITs存在一定差异。在这些差异中，有一些是公募REITs制度出台后通常就可以趋同的，如流动性、期限、投资者人数、分配方式等，但有些不仅受规

则的影响，还需要市场的不断演进和发展，如结构化安排、收益率定价、主动管理机制与能力等。这些具有中国特色的市场实践毋庸置疑地为中国境内REITs发展积累了实实在在的经验。随着市场不断渐进式发展，实践经验的持续积累，中国境内在REITs制度的环境安排上将更容易具有针对性，设计出符合国情的REITs政策法规。

---

[1] 在资产支持证券架构中，基础资产通常指私募基金份额，而底层物业资产则表述为目标资产。

[2] 市场上还有另一种分类的说法：将劣后级中由关联方认购的产品称为抵押型类REITs，将劣后级中由第三方机构市场化认购的称为权益型类REITs。这种说法是按照持有劣后级的动机来分类，在学术理论界不多见。

第十一章
中国公募REITs的制度设计与实现路径

自2004年开始，学术、政策和实务界就中国推出REITs的意义、模式、制度等进行了深入的研究，并做出了诸多尝试，目前的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，大力推出公募REITs试点正当其时。相信在不久的将来，国家会正式启动中国公募REITs试点，并在试点的基础上推出相关法律法规以及业务指引，对REITs载体的法律地位、设立条件、物业估值、投资要求、分红比例、各方主体权责、信息披露、税收优惠以及监管协调等内容做出规定。

中国公募REITs在制度设计上应遵循哪些原则？中国REITs制度应具备哪些核心特征？在路径选择上，短期的试点模式与长期的发展方向是什么？

制度设计的5个重要维度

通常，REITs制度具有的核心特征包括对REITs的收入与资产结构提出要求，对REITs收入进行强制分配，在REITs层面实施税收优惠政策等。此外，各个国家和地区根据自身市场发展的需要对REITs的权益属性、公开募集与上市交易、杠杆率限制、投资者层面的税收优惠政策等进行有针对性的制度设定。中国REITs制度的设计应以解决中国不动产金融的核心问题为目的，依据中国金融市场和不动产行业的发展现状，并借鉴海外成熟REITs市场的经验，在制度设计过程中应着重参考下面5个维度：

第一，中国公募REITs应针对能产生长期、稳定现金流的优质不动产，应在制度层面对不动产资产、不动产收入进行明确定义，并对REITs的合格不动产资产与收入比例加以限制，确保REITs主要投资于具有现金流基础的成熟不动产。参照美国的规定，合格不动产资产占总资产的比重应不低于75%，合格不动产收入占总收入的比重应不低于75%。

第二，中国REITs市场应明确强制分配制度。强制分配制度为投资者提供了确定性，保障绝大部分的REITs收入能够流入投资者手中。与其他国家相比，中国存在租金收益率偏低的问题，REITs投资者不仅希望获取稳定的租金收入，还希望分享中国经济增长、物业升值的红利。因此，在租金收入的强制分红之外，中国REITs应考虑对物业售出的利得部分同样提出强制分配要求。

第三，中国REITs应以税收中性为基本原则，并对符合特定条件的REITs实体和REITs投资者提供税收优惠。现阶段，中国在REITs设立、经营等环节的税负较高，极大地增加了REITs的交易成本，限制了REITs的发展。中国REITs制度应确保以REITs持有并经营资产所承担的税负不应大于投资者自行持有并经营资产所承担的税负。具体来看，在REITs的设立层面，可以考虑允许企业适用与企业内部资产重组相关的税收政策和规定，避免高昂的增值税、土地增值税和所得税；在REITs的经营层面，REITs持有并出租房屋的税负可参照个人持有并出租房屋的标准，借鉴国际惯例，对于分红部分免征REITs所得税或给予优惠税率，在投资者层面征收个人所得税。此外，应通过税收优惠政策鼓励REITs长期持有不动产，可以考虑具体的持有年限，在达到一定年限后对REITs物业出售的增值部分减税。在投资者层面，应延续上市公司股息红利差别化个人所得税政策，建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度，对持有REITs期限超过特定年限的投资者获得的股利免征个人所得税。由于股利是REITs投资重要的收益来源，该制度将充分保障投资者的利益，促进REITs市场的发展；免税以持有期限为基础则匹配了REITs作为长期不动产投资工具的属性，抑制了REITs市场的短期投机行为。

第四，中国REITs建设应以公募权益型REITs为核心。考虑到总体的风险收益匹配和风险分担，具有权益属性的REITs产品不可或缺。中国应鼓励发起设立权益型REITs，也应允许发行具有固定收益特性的REITs，以及混合型REITs。目前，基于能产生长期稳定现金流的优质不动产，以资产支持专项计划为载体的不动产资产证券化“类REITs”模式已经初具规模，但目前类REITs的劣后级比例偏低，且多由发行人自持，主要作为高收益率的固定收益类产品，缺乏权益属性。由于类REITs为私募发行，市场缺乏流动性。具有流动性的公募权益型REITs市场是中国不动产企业全生命周期融资的重要一环，并成为中国金融供给侧改革的重要组成部分。具体来看，可依托交易所建立具有流动性的上市交易机制，真正使REITs成为具有普惠性、高流动性的权益性投资工

具。考虑到中国现有私募基金、资产支持证券等制度，也应允许中国REITs进行私募，只针对机构投资者的私募模式能为REITs市场走向成熟积累重要的实践经验。

第五，中国REITs应对杠杆率加以限制。作为金融体系供给侧改革的重要组成部分，REITs本身就有降低房地产企业杠杆率，化解银行体系信贷风险的作用，对杠杆率的限制将保障REITs持有人的权益，并优化不动产市场的融资结构。可参照中国香港、新加坡的规定，REITs的杠杆率不得高于45%。

制度推进的三种可行性路径

REITs的法律载体是REITs制度的核心，REITs主体的法律载体决定了推出中国REITs的具体路径。不同市场的REITs主体采用不同的载体，如新加坡、中国香港、澳大利亚等市场的REITs采用单位信托，美国、英国等市场采用公司制，荷兰、新西兰等市场允许公募基金作为REITs的载体。不同载体由不同的法律法规约束，受不同的监管机构监管，具有不同的运作模式。在中国现有的法律法规和金融市场体系下，有3种较为可行的REITs模式：

第一，新券模式。在该模式下，REITs将作为一种与股票、债券、基金、优先股、可转债等传统证券并列的一种新设券种。中国《证券法》规定，在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用于本法。国务院对中国证监会关于REITs的立法进行行政审批，公布关于REITs试点的指导意见，使REITs成为拥有法律基础的可发行和交易的证券。中国证监会在国务院的授权下，开展一系列REITs专项法规的制定，向符合要求的证券公司、基金公司等机构发放REITs牌照。该模式下的架构较为简单，特殊目的公司（特殊目的载体）直接持有优质不动产资产并实现风险隔离，特殊目的载体通过持牌机构发行REITs，募集资金并上市交易。

第二，企业资产支持证券公募化模式。该模式以专项资产支持计划为载体，在现有成熟的企业资产支持证券交易结构基础上，仅在资产支持证券的发行阶段将目前面向机构投资者或合格投资者的私募模式变为公募模式。具体来看，发起人根据自己的融资需求和拥有的资产情况，将符合证券化要求的优质不动产基础资产汇集成资产池。计划管理人根据发起人的委托，设立资产支持专项计划（特殊目的载体），发起人向

专项计划转让基础资产，实现基础资产破产隔离的目的。计划管理人作为特殊目的载体的管理人和代表，管理整个业务过程中特殊目的载体的运营。特殊目的载体与托管银行、承销机构、担保公司签订托管合同、承销协议、担保合同等，完善交易结构，进行信用增级。在发行阶段，特殊目的载体通过承销机构向广大投资者公开募集资金。证券发行完毕后在交易所挂牌上市，以实现流动性。

第三，公募基金＋资产支持证券模式。该模式下的REITs以公募基金为载体，通过投资不动产支持证券或不动产项目股权间接持有不动产资产。在该模式下，在产品层面，基石投资者和公众投资者购买场内交易的公募基金份额，委托公募基金经理进行不动产投资，基金经理将募集的资金投资于资产支持专项计划。在基础资产层面使用成熟的资产支持证券架构，资管计划管理人根据发起人的委托，设立资产支持专项计划，发起人向专项计划转让能产生持续现金流的基础资产，实现基础资产的真实出售。公募基金＋资产支持证券架构（见图11.1）可以被看作中信启航REIT和鹏华前海万科REIT两种架构的结合。

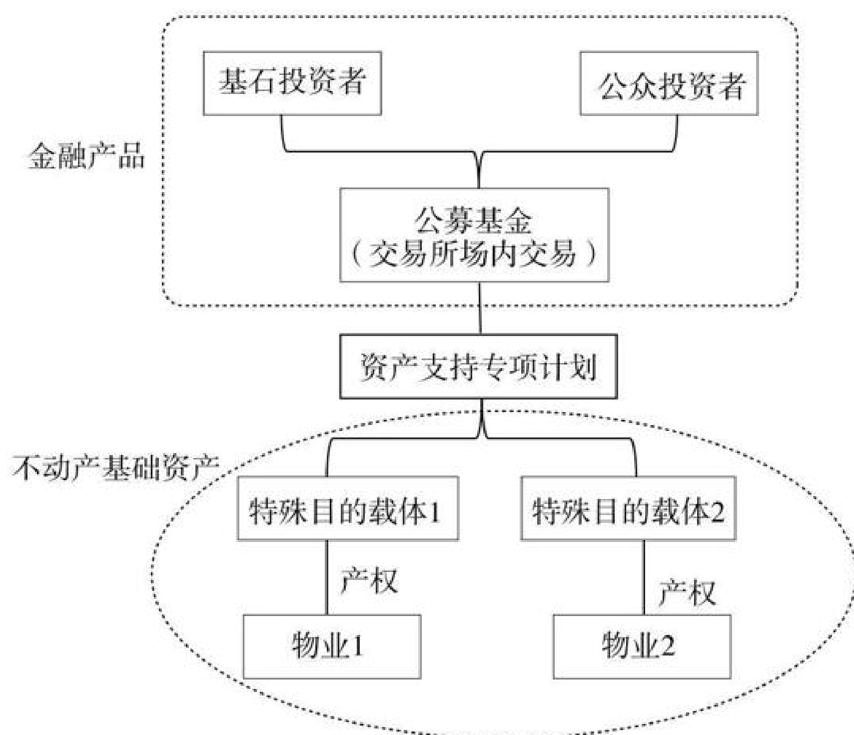


图11.1 REITs公募基金＋资产支持证券架构

本书对于3种REITs模式的关键立法、优势、劣势加以总结，具体如表11.1所示。

表11.1 3种REITs模式的关键立法、优势、劣势

模式	关键立法	优势	劣势
新券模式	1. 国务院发布关于开展REITs试点的指导意见 2. 中国证监会制定REITs试点管理办法及配套指引	作为新券种进行立法，不受现有模式限制，增加中国REITs设计的自由度	市场准入、审批指引、牌照发放、交易规则等方面均缺乏经验
企业资产支持证券公募化模式	修订中国证监会发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》中关于发行的规定，出台公开发行的指引	有效借助企业资产支持证券（类REITs）的成熟机制与模式	需要打破资产支持证券产品结构化的常态，以更好地体现中国REITs的权益属性
公募基金+资产支持证券模式	1. 修订中国证监会《公开募集证券投资基金运作管理办法》，调整关于投资比例的限制 2. 证监会规定REITs为新的基金类别并出台一系列规定和指引	充分借鉴证券投资基金的经验，降低监管和立法成本	公募基金已经发展成为十分成熟的体系，纳入REITs可能存在冲突

在新券模式下，由中国证监会向国务院建议开展REITs试点，国务院在审批通过之后颁布关于开展REITs试点的指导意见，中国证监会在此基础上出台具体的REITs试点管理办法和一系列配套指引，中国优先股的出台遵循了类似的路径。由于该模式将REITs作为全新的券种，不受公募基金、企业资产支持证券等既有规则的束缚，增加了中国REITs设计的自由度。该模式结构简单，由REITs持牌机构作为管理人，职责较为明确。但是，新券模式相当于从零开始进行REITs立法，监管部门在市场准入、审批指引、牌照发放、交易规则等方面均缺乏相关经验，有较大的立法成本。在新券模式下，REITs制度出台之后，各方均需要一定时间进行摸索和尝试，持牌机构、投资者、不动产企业均需要时间来逐步认识REITs这一全新的券种，监管部门需根据市场的情况不断对REITs的法律法规加以完善和调整。

在企业资产支持证券公募化模式下，最关键的立法调整在于中国证监会修订《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》

中关于专项资产管理计划发行的规定，并进一步对REITs的公开发行出台指引。该模式充分借鉴了目前类REITs的产品模式，各相关方都已经对类REITs模式形成比较充分的认识，有利于解决现阶段类REITs产品私募发行、缺乏流动性的问题。根据该规定，资产证券化业务，是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。现阶段，不动产企业资产支持证券均为结构化产品，存在着劣后级比例偏低且多由发起人自持的现象，权益型劣后级为优先级增信，降低了劣后级获得不动产现金流的确定性，不符合REITs强制分红的特点。若要解决REITs产品的权益性问题，需要提升结构化产品中劣后级比例并将劣后级向更多投资者发行，也可以打破传统的结构化要求。

在公募基金＋资产支持证券模式下，关键立法调整在于对《公开募集证券投资基金运作管理办法》进行相关修订。目前该办法规定：一只基金持有一家公司发行的证券，其市值不得超过基金资产净值的10%；同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的10%。由于中国很多优质商业物业体量较大，市场价值动辄近百亿元，过度要求投资分散度导致单只基金规模过大，极大地增加了将大体量优质物业置入公募REITs的难度。“双十限制”制约了REITs公募基金＋资产支持证券模式的实现，建议至少将投资于单只资产支持证券的比例限制放开至50%以上，让REITs充分反映不动产资产特性，分散化由合格投资者、底层物业资产收益支付主体的分散度和多样化来完成。此外，还应专门设立REITs作为新增的公募基金类别，明确约定该类基金投资不动产资产支持证券的最低比例及最低分红比例，以满足REITs制度的核心要求。该模式充分借鉴了现有的制度框架，具有可操作性，公募基金投资资产支持证券有效避免了公募基金投资未上市公司股权或不动产可能存在的法律争议，同时借助企业资产支持证券的成熟机制与模式进行合理估值，可以降低交易成本。然而，公募基金在中国的发展已经较为成熟，并建立了一套自己的运作规则和体系，REITs可能难以与现有的公募基金体系相结合。中国公募基金管理人擅长股票、债券投资，对不动产市场并不熟悉，而放松“双十限制”，将给公募基金对资产支持证券的尽职调查增加巨大压力。

由于公募基金＋资产支持证券架构下的管理模式属于外部管理模式，且该架构是多层架构，其治理问题更为复杂，在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，制定合适的治理体系存在一定的困难。此外，一旦立法过程中涉及对《证券投资基金法》的调整，需要通过全

国人大的审议，将增加立法的成本和时间。

在中国现有的法律法规和制度框架下，监管环境、市场准备等条件已基本成熟，新券模式、企业资产支持证券公募化模式、公募基金＋资产支持证券模式均具有可行性。相对而言，由于企业资产支持证券公募化模式和公募基金＋资产支持证券模式可以依赖现有关于企业资产支持证券制度、公募基金制度的规定，具有更多的现实基础，有助于中国REITs制度的尽快出台；而新券模式具有更大的制度设计自由度，也更容易与国际通行的REITs制度接轨。考虑到对于中国经济供给侧改革和不动产金融体系建设的重要作用，中国REITs的推出具有一定紧迫性，应当优先考虑以后两种模式为起点尽快推出REITs制度，同时逐步开展新券模式的探索，在未来条件成熟时对新券模式进行推广，确保中国REITs制度早日为中国经济的发展贡献力量。

第四部分

中国公募REITs市场建设的重要课题



第十二章
税制

制定针对性的税收政策是REITs得以在欧美国家迅速发展的一个重要原因。在中国现行的税收制度下，不动产的交易和经营税负较重，客观上制约了REITs投资收益的形成。事实上，推出REITs可开拓税源，增加税收收入，同时对建立规范的税收制度具有积极作用。鉴于此，为推动中国境内REITs市场，特别是公募REITs市场的规模化发展，在中国境内REITs制度的建立过程中应借鉴境外经验，充分考虑REITs的税收中性原则，给予一定的优惠政策。

税收政策的驱动作用

从国际上REITs的产生和发展来看，税收优惠是一个重要的驱动因素。REITs从20世纪60年代初在美国兴起，至今已在全球近42个国家和地区推出，美国REITs的税收驱动模式是其他国家和地区REITs发展的范本。美国REITs推出的相关基础是1960年美国国会通过的《国内税收法典》修订法案。根据该法案，REITs只要符合股权结构、资产、收入、分配等方面的相关条件，[1]就具备享受税收优惠政策的资格，其分配给投资者的分红部分可以在所得税前予以扣除。美国REITs的发展壮大在很大程度上得益于税收制度的改善和基于税收的金融创新。1986年，美国国会颁发新的《税收改革法案》，该法案对有限合伙企业向投资者传递亏损的能力做出了限制，有限合伙企业不再享有税收优惠，使REITs所具备的税收优势凸显，权益型REITs开始发展。权益型REITs的蓬勃兴起始于1992年，除了有利的房地产市场和金融环境外，基于税收的金融创新起到了重要作用。为了避免因交易而产生的高额税务成本，投行人士于1992年创造了UPREITs，之后又创造了与之类似的DOWNREITs，使市场上的大量存量资产可以通过税务递延的方式转化为REITs，大大提高了设立REITs的积极性。第一家采取UPREITs结构的是陶伯曼中心（Taubman Center）REIT，之后该结构被广泛应用，以该结构上市的REITs占比超过70%，包括西蒙地产REIT、波士顿地产REIT等知名

REITs。因此，美国税法对REITs的规定可以用“限制严格和政策优惠”来概括，具有典型的税收驱动特征。

从全球范围来看，尽管各个国家和地区在税收架构等方面存在一定的差异，但是针对REITs都采取了一定的优惠措施。以新加坡为例，作为仅次于日本的亚洲第二大REITs市场，新加坡在发展REITs市场的过程中，对规则、税务处理都做了相关规定，如项目公司从租金收入中产生的分红，可在所得税前抵扣，即予以免税；投资者就分红缴纳的所得税根据类别具有税务优惠，个人投资者的分红收入免征所得税，外国机构投资者的税率减至10%，等等。这些税收优惠政策使新加坡REITs（英文简称S-REITs）的平均分红收益率较高，易被市场投资者接受。表12.1显示了几个主要国家和地区关于REITs的税务处理情况。

表12.1 几个主要国家和地区关于REITs的税务处理情况

	物业交易环节		物业持有环节		REITs交易环节
	REITs层面	投资者层面	REITs层面	投资者层面	投资者层面
美国	1. 买卖双方0.5%－1%的转让税； 2. 出售物业利得缴纳所得税，用于分红的部分免税	出售物业的利得用于分红，缴纳所得税	1. 1%－3%的房地产税； 2. 公司缴纳所得税，分红的部分可以免税； 3. 未达到REITs的规定会有惩罚性税收	分红的所得，个人和机构投资者按不同税率缴纳所得税	投资者出售REITs份额的资本利得征收资本利得税
日本	1. 8%左右的交易流转税金及附加； 2. 出售所得应缴纳所得税	个人和机构投资者的分红按不同税率缴纳所得税	1. 1.4%的房地产税； 2. 5.3%的营业税金及附加； 3. 分红部分免税	个人和机构投资者的分红按不同税率缴纳所得税	投资者出售REITs份额适用税率与分红的所得税税率相同
新加坡	1. 买卖双方缴纳各自印花税； 2. REITs出售物业利得免税，其他机构出售则需缴纳所得税	机构投资者分红收入所得税税率为17%；个人投资者分红收入免税	1. 按租金的10%缴纳房产税； 2. 按17%的税率征收所得税，分红部分免税	机构投资者分红收入所得税税率为17%；个人投资者分红收入免税	投资者出售REITs份额利得免税
中国香港	1. 买卖双方缴纳印花税； 2. 出售物业缴纳利得税	投资者分红收入免税	1. 缴纳差饷； 2. 按租金收入缴纳印花税； 3. 公司缴纳所得税	投资者分红收入免税	投资者出售REITs份额免税

对REITs税制进行梳理并考虑提供一定的税收优惠的另一个原因在于，中国商业地产和租赁住房的租金收益率偏低，过重的税负会降低最终的分红收益率，使其难以达到资本市场投资者的要求。目前中国一线城市甲级写字楼的租金收益率平均在4%左右，[2]而住宅的租金收益率更是低至2%以内，扣除各项税费后，可供投资者分配的收益率很难超过基准利率。[3]现阶段中国境内推出标准化REITs，尤其是通过REITs去推动租赁住房和基础设施建设的发展，有必要按照境外惯例重视税收驱动问题。

良好的税务环境，将有利于REITs市场的有序发展。梳理REITs的相

关税制并在税收安排上具备一定的灵活性，有利于以税收驱动REITs发展，同时随着市场的发展，国家也能增加税收，通过新市场的推出和发展实现“多赢”。

中国境内REITs的税务问题

REITs的运作过程通常可以划分为设立环节、持有经营环节和退出环节。REITs自身是金融产品，在二级市场交易，涉及的税种较为简单，主要是印花税和所得税。中国境内未来如果采用公募基金＋资产支持证券模式，将存在证券投资基金、专项计划、项目公司等多个层级的主体，其底层资产为房地产，交易与经营行为对应的税种较多，税率较高，不同的持有架构、资产情况和时点会有不同的税务处理问题，较为复杂。接下来，我们分几个环节进行分析。

REITs设立环节的税负

设立REITs通常需对不动产进行资产重组，并被视为交易行为，需缴纳相关税费。一般来说，设立REITs收购相关房地产项目主要有两种方式，而不同方式所涉及的税种不同。

一是资产交易方式，由REITs设立的项目公司直接向发起人购买物业。该方式中，交易双方涉及的税费较高，买方通常需要支付相应的契税、印花税等，卖方则需要支付增值税及附加、土地增值税、企业所得税、印花税等。详见图12.1。

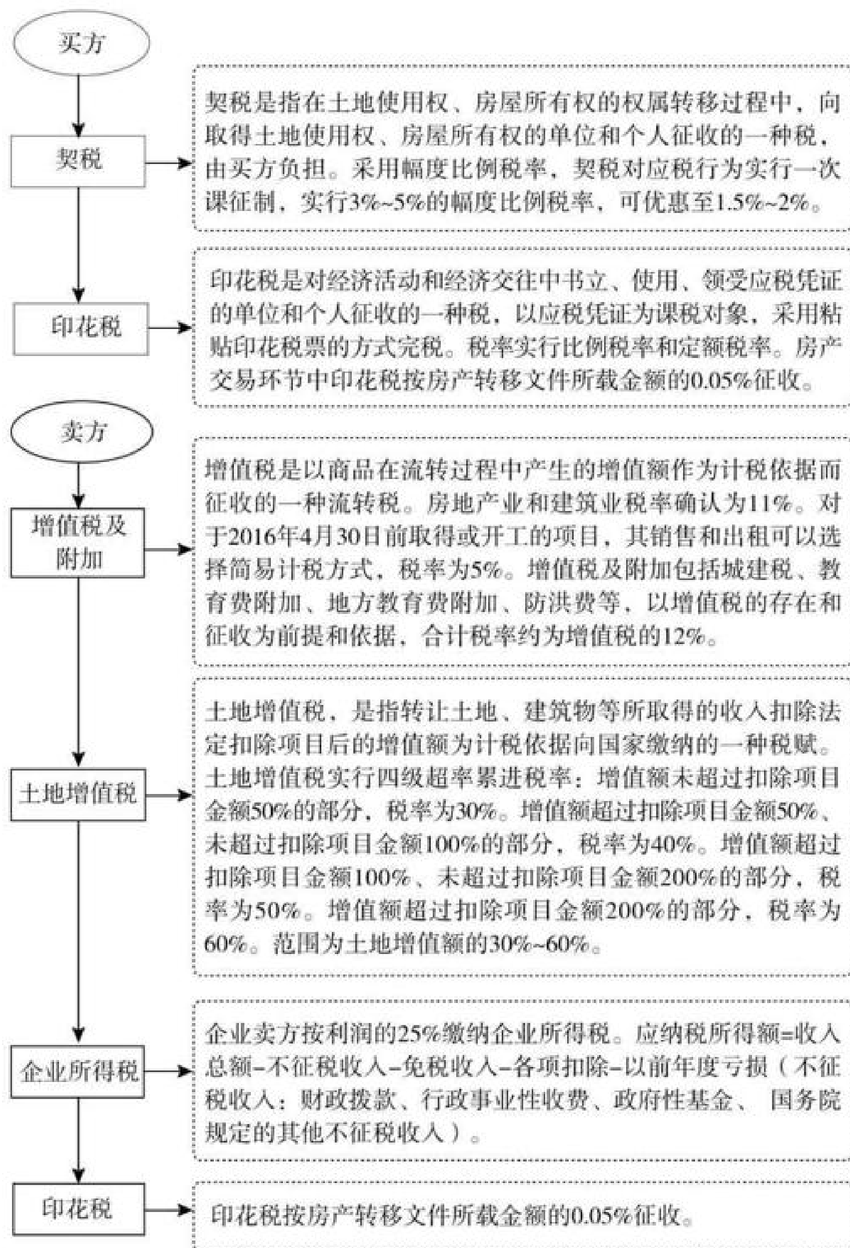


图12.1 资产交易方式的税收情形

二是股权收购方式，REITs收购持有物业的项目公司股权。该方式中，买卖双方主要涉及所得税、印花税等。但该交易方式下土地增值税的处理在实践中并不明确，可能会被认定为资产交易，从而需要卖方缴纳土地增值税。详见图12.2。

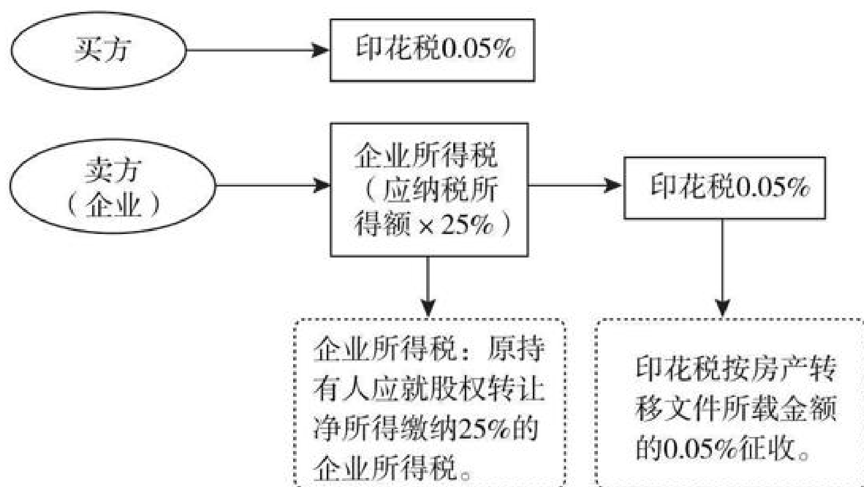


图12.2 股权收购方式的税收情形

REITs持有经营环节的税负

REITs通过项目公司持有和经营不动产。在中国境内公募基金＋资产支持证券模式下，通常存在投资者、封闭式证券投资基金、专项计划（即交易所挂牌资产支持证券）和项目公司四个层级，项目公司与专项计划之间可能还存在私募基金。[4]

在项目公司层面，存在的税负有增值税及附加、印花税、房产税、土地使用税、所得税等，如图12.3所示。

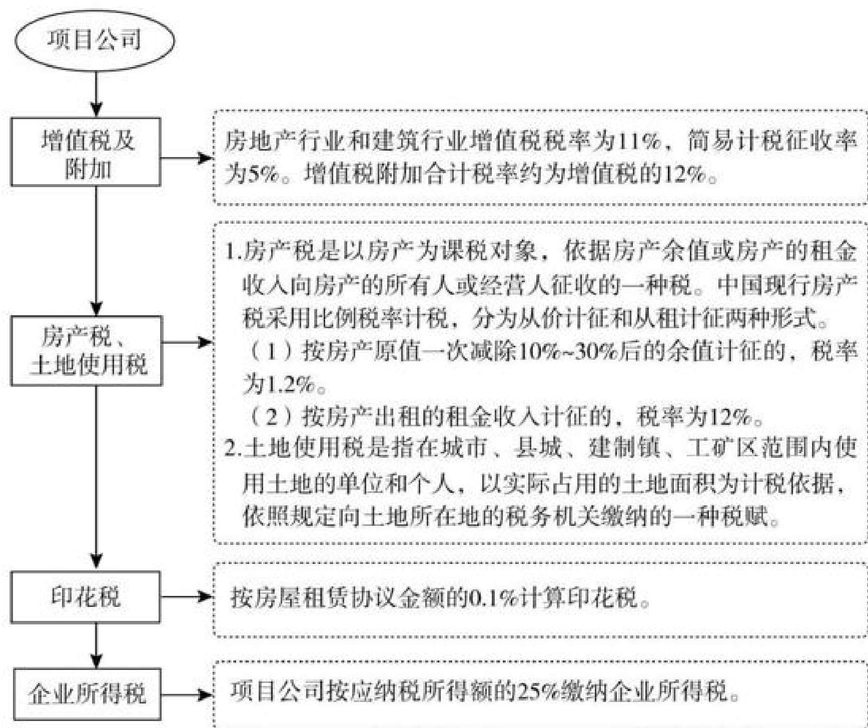


图12.3 项目公司在REITs持有环节的税负

在专项计划层面，涉及的税种主要是增值税及其附加。根据“营改增”之后一系列文件的规定（《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》《关于明确金融房地产开发教育辅助服务等增值税政策的通知》《关于资管产品增值税有关问题的通知》等），资管产品（含专项计划及私募基金）取得的保本收益需缴纳增值税，并按3%的税率简易征收，管理人为代扣代缴义务人。若不是保本收益，则无须缴纳增值税。[5]

在公募基金层面，涉及的税种主要是增值税与所得税。根据上述文件，公募基金的收入不适用增值税。根据《财政部国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》第二条关于鼓励证券投资基金发展的优惠政策的规定，公募基金的股息、分红收入和证券买卖差价收入，均暂不征收企业所得税。

在投资者层面，投资者从封闭式公募基金获得的分红主要涉及增值税和所得税。由于分红不属于保本收益，不适用增值税。另外，根据《财政部国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》，对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税；根据《财

政部国家税务总局关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》，对个人投资者暂不征收个人所得税。

REITs退出环节的税负

国际主流REITs以公开发行、永续交易的权益性证券为主，与股票相似，投资者除了在发行期认购外，还可以通过二级市场进行买入和卖出交易，投资者的退出主要通过二级市场交易完成。REITs的退出还表现在资产出售上，出售的方式可以是资产转让、项目公司股权转让等。

根据上述财税文件的规定，个人投资者在转让公募基金时，均不需要缴纳增值税和所得税，企业投资者需就价差缴纳所得税。另外，根据《财政部国家税务总局关于对买卖封闭式证券投资基金继续予以免征印花税的通知》，投资者买卖封闭式证券投资基金免征印花税。REITs转让项目公司股权或直接进行资产出售时，与前述设立时的情形类似，其交易适用增值税、土地增值税和所得税等。综上所述，REITs在设立、持有经营和退出三个环节均有相应的税收情况，具体如表12.2所示。

表12.2 REITs税收项目汇总表

流程	交易	被征税对象	应税行为	税种	计税依据	税率
设立环节	特殊目的载体收购资产	发起人（卖方）	资产转让	增值税	转让收入	11%或5%
				增值税附加	增值税	12%
				土地增值税	增值额	30% ~60%
				印花税	合同金额	0.05%
				企业所得税	应纳税所得额	25%
		特殊目的载体（买方）	受让资产	契税	交易金额	3% ~5%
				印花税	合同金额	0.05%
	REITs收购股权	发起人（卖方）	股权转让	企业所得税	应纳税所得额	25%
				印花税	合同金额	0.05%
		REITs（买方）	受让股权	印花税	合同金额	0.05%
持有经营环节	物业营运	项目公司	物业出租	增值税	租金收入	11%或5%
			物业出租	增值税附加	增值税	12%
			物业出租	印花税	租金收入	0.1%
			持有物业	房产税	租金收入/物业价值	12%/1.2%
			持有物业	土地使用税	面积	大城市1.5~30元/平方米
			物业出租	企业所得税	应纳税所得额	25%

流程	交易	被征税对象	应税行为	税种	计税依据	税率
持有经营环节	分红	机构投资者	分红	增值税、企业所得税	封闭式证券投资基金分红免增值税、所得税	
		个人投资者	分红	增值税、个人所得税		
退出环节	投资者在二级市场转让公募基金份额	投资者	资本利得	个人投资者免增值税、所得税，企业投资者需就价差缴纳所得税		
	REITs处置资产或项目公司股权	专项计划或项目公司	财产转移	类似于设立环节时的资产转让和股权转让行为		

从实践来看，中国境内与REITs相关的税收问题，主要存在于设立和持有经营环节，其税负较重，将影响REITs的发展。

一是设立REITs时可能面临较大的税务负担，资产重组成本过高。我们以一个简化案例来说明（详见案例12.1）。

案例**12.1**

本案例仅具示例作用，实践中会因各种情形而使税务处理和结果不同。

假设某物业的初始成本为70亿元，拟转让价格为100亿元（不含增值税），[6]需进行资产重组，租金年收入5亿元（不含增值税），经营管理费用约为租金收入的5%，物业按直线法折旧，折旧年限为40年，每年按净现金流分红。无借款等负债。

REITs各环节税负的简略测算见表12.3。[7]

表12.3 REITs各环节税负的简略测算

流程	交易环节	被征税对象	应税行为	税种	计税方式	应纳税额（亿元）	比重（%）
设立环节	资产注入至特殊目的载体	发起人（卖方）	资产转让	增值税	（100－70）亿元×11%	3.30	3.30
				增值税附加	3.3亿元×12%	0.40	0.40
				土地增值税	（100－70）亿元×30%	9.00	9.00
				印花税	100亿元×0.05%	0.05	0.05
				企业所得税	（100－70－0.4－9－0.05）亿元×25%	5.14	5.14
		特殊目的载体（买方）	小计（A1）			17.89	17.89
			受让资产	契税	100亿元×3%	3.00	3.00
				印花税	100亿元×0.05%	0.05	0.05
			小计（A2）			3.05	3.05
	特殊目的载体注入至REITs上市主体	发起人（卖方）	股权转让	企业所得税	（100－100）亿元×25%	0	0
				印花税	100亿元×0.05%	0.05	0.05
			小计（B1）			0.05	0.05
		REITs上市主体（买方）	受让股权	印花税	100亿元×0.05%	0.05	0.05
			小计（B2）			0.05	0.05
	合计（A1＋A2＋B1＋B2）					21.04	21.04
交易时税收总额：21.04亿元							

流程	交易环节	被征税对象	应税行为	税种	计税方式	应纳税额（亿元）	比重（%）
持有经营环节	物业经营	项目公司	物业出租	增值税	5 亿元 ×11%	0.55	11.00
			物业出租	增值税附加	0.55 亿元 ×12%	0.07	1.32
			物业出租	印花税	5 亿元 ×0.1%	0.005	0.1
			持有物业	房产税	5 亿元 ×12%	0.60	12.00
			物业出租	企业所得税	（5 －0.07 －0.005 －0.60 －100/40 －5 ×5%）亿元 ×25%	0.39	9
			合计（C）			1.065	21.3
	分红	机构投资者	资本利得（D1）	企业所得税	0	0	0
		个人投资者	资本利得（D2）	个人所得税	0	0	0
	合计		（C＋D1＋D2）			1.065	21.3
持有经营环节每年税费总额：1.065 亿元							

1.在设立环节，比重指占资产价值的比重；在持有经营环节，占比重指占租金收入的比重。
2.此处的特殊目的载体是新设立的，在设立过程中，需要对其实收资本征收印花税，100亿元x0.05%＝0.05亿元。
3.在持有经营环节，可以抵扣购买资产时的进项税额，直到抵扣完，因此在一段时间内不需要实际交纳增值税款。合计（C）不含增值税。另外，本案例不考虑因结构设计而需在专项计划或私募基金等层级交纳的资管产品增值税。
4.在持有经营环节，若折旧到期，则企业所得税约为（5-0.07-0.005-0.60-0.25）亿元x25%＝1.02亿元，占租金的20.4%。

该案例假设设立环节需要进行资产交易，资产增值约40%，涉及高额的增值税、土地增值税和所得税，税负合计高达物业交易价格的21%，发起人回收的金额受很大影响。[8]若发起人将设立REITs视为一种融资行为，则该类融资的一次性税务成本显然过高。[9]从税种构成来看，土地增值税（占比为43%）和所得税（占比为24%）是设立环节重组时的主要税种，如图12.4所示。[10]

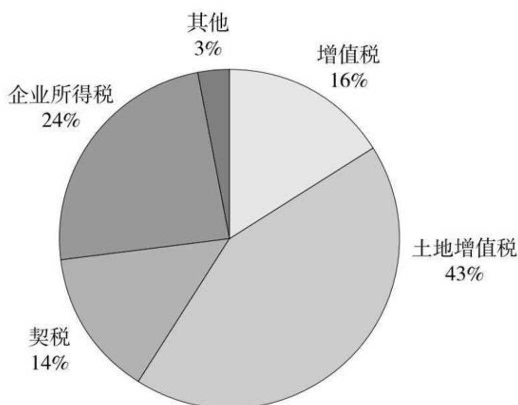


图12.4 设立环节的税额构成

若发起人已设立项目公司，不需要资产重组，则转让项目公司股权

所产生的所得税（增值额的25%）也会是不小的负担，尤其是纳税基础较低的物业。近年来，商业物业的资产价格增长较快，早期开发的物业增值幅度较大，在REITs设立环节的税负重，导致企业参与REITs的动力不足。

二是REITs持有经营期间，项目公司层面的税负占租金收入的比重高，降低了分红收益率，对投资者的吸引力不足。增值税、房产税、所得税、土地使用税构成持有经营期间的主要税种（见图12.5）。[11]在上述案例的假设条件下（主要是增值税有进项税额抵扣，折旧减少企业所得税金额等），REITs持有经营环节的税务成本占租金收入的21.3%左右。若项目公司的资产不再计提折旧，则所得税会增加，总税务成本占租金收入的比例可达33%。若增值税无进项税额抵扣（如实践中普遍存在的简易征收的情形），缴纳的增值税额就会大幅增加，则整体税负最高约会占租金收入的38%（简易征收情形）或44%。

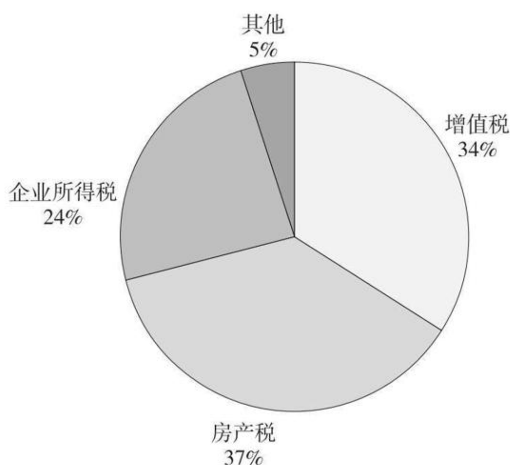


图**12.5** 持有经营环节的税额构成

注：此处已简化，实际包含印花税。

在实践中，我们看到许多类REITs项目由于重组交易类型、公司架构、资产折旧政策、融资利息支出等不同，所得税、房产税和增值税有很大差异，但总体来看，税负较高是商业地产出租经营的痛点。在物业的租金收益率本就不高的情况下，税负重会降低物业的分红收益率，如案例12.1中的租金收益率为5%，REITs投资者的税后分红收益率则降到约3.8%，若没有折旧，则会进一步降至近3%，因此难有较大的吸引力。

三是实践中仍存在税收透明度不足的问题。以股权转让行为为例。该情形是否会被视同房地产销售，从而需要适用土地增值税仍不明确。中国境内物业投资市场每年有不少大宗交易，相当一部分是通过股权转让来完成的。从实际情况看，该股权转让行为基本上不被视为房地产销售，从而不需要缴纳土地增值税，而只需要卖方申报缴纳所得税。但也有个别案例，经税务机关认定，被视同房地产销售，需缴纳土地增值税。如某集团转让项目公司100%的股权，税务机关认为“这些以股权形式表现的资产主要是土地使用权、地上建筑物及附着物，应按土地增值税的规定征税”。

另外，“营改增”后，关于资管产品增值税的征收情况也需要进一步明确。《财政部国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》提出，持有金融商品取得的保本收益按贷款服务缴纳增值税，但如何定义保本收益，是否仅看合同具体条款而不需要看产品实质，资产支持证券的优先级是否属于保本产品等，仍未能明确。

房产税征收的透明度也不足。对于经营性物业，通常按从租计征，房产税按租金收入的12%计征，但有些地区对一些情形下的经营性物业仍按从价计征，即在房产原值折让基础上按1.2%计征。这也会导致税负上的差异。

四是不同主体的税收待遇不同，尤其是对个人持有资产并出租有税收优惠，不利于行业的集约化、专业化和机构化发展。以持有经营环节为例，当项目公司持有资产时，其税收种类包括增值税、房产税、企业所得税等，合计占租金收入的比重为20%～44%，而个人持有资产并出租时，可以采用综合税率，税率低。以某一线城市为例，其发布的个人出租房屋税收政策提出，为了便于个人出租房屋的征管，对按月租金计算的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税和个人所得税合并按综合征收率进行计征，其中出租住宅房屋的税率按租金收入的4%～8%计征，出租非住宅房屋的税率按租金收入的5%～14%计征，这远远低于以公司形式持有资产的情形，因而不利于机构扩大持有规模。

综上所述，在现行市场与税务情况下，较高的重组成本不能鼓励发起人设立REITs，较低的收益率又难以吸引投资者的参与，监管部门应充分认识到REITs的积极作用，依据国际惯例给予REITs合理的税收优惠。

REITs可以开拓税源和增加税收

作为一种创新性金融产品，REITs是对接投资者和不动产资产的有效工具，对于税收有积极促进作用，主要体现在提升不动产投资市场的活跃度，优化投资市场结构等方面，从而在某种程度上起到开拓税源和增加税收的作用。

REITs是资本市场的大类资产，其设立过程可以带来新的税源。目前，中国房地产市场已进入存量时代。根据国家统计局及多个市场研究报告的分析，截至2018年年底，中国城镇住宅存量约为156~276亿平方米，商业地产建筑累计销售面积约为20.24亿平方米。按照口径的不同，住宅类地产市值约为180~320万亿元，2018—2025年每年新增住房需求约4.7亿平方米。全国20个主要一、二线城市中甲级写字楼与商场存量约为1.4万平方米，市值约2.84万亿元。对于相当一部分存量资产，持有人并没有出售的意愿，因此并不会触发销售或转让等应税行为。但据了解，该类持有人中有相当一部分对资产证券化尤其是REITs是有意愿的，并愿意适度承担税费。而设立REITs的过程会导致一些应税行为的发生，从而增加税收。中国境内REITs的前景广阔，公募REITs的市值规模将达到5万亿~14万亿元，其设立过程将催生大量的应税行为，增加的税收金额将是巨大的。

REITs可以提升商业地产投资市场的活跃度，并对税收产生正面积极效应。REITs对于发起人，既是一种融资手段，也是一个对外投资平台，需要遵守相关规定。以香港为例，香港《房地产投资信托基金守则》对收购处置有明确的规定：需投资于可产生稳定收入的项目；不能投资空置土地，不能从事或参与物业开发活动。

H-REITs上市以后存在对内地资产的投资、收购行为（见表12.4），虽数量不多，但也体现了REITs在投资市场发挥的有效作用。这些投资项目均是通过境外特殊目的载体的交易进行的，适用非居民企业股权转让所得企业所得税管理的规定，通常卖方均进行所得税的申报缴纳。

表12.4 H-REITs收购内地资产情况

项目	资产	收购时间	资产价格（亿元）
领展 REIT	北京欧美汇	2015 年 4 月	25
	上海企业天地	2015 年 8 月	66
越秀 REIT	广州西城都荟	2017 年 4 月	41
	上海宏嘉大厦	2015 年 8 月	26

资料来源：领展REIT公告、越秀REIT公告。

美国的情况更为普遍。REITs是长期价值投资工具，具有专业化主动管理的特点，有持续扩大规模、优化资产组合的需求，因而投资并购活动不断。图12.6显示了1999—2018年美国REITs的并购规模。2006年出现了REITs的并购高峰，成交金额达470亿美元，在金融危机期间相对平静，2011年之后又开始活跃。这类并购活动一般是应税行为，从而产生大量的税收。

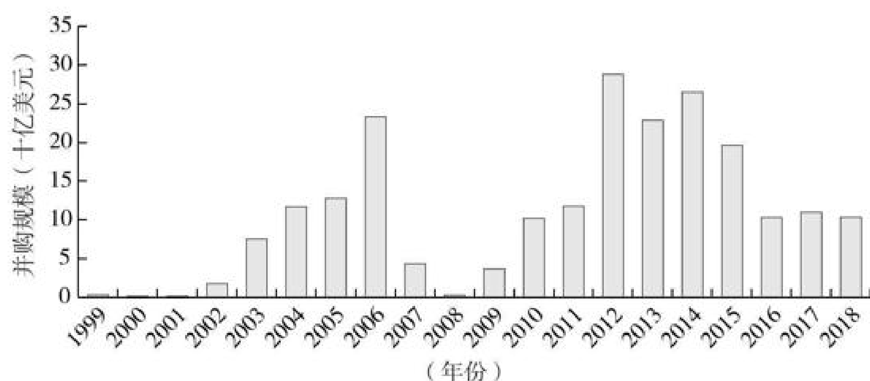


图12.6 1999 —2018年美国REITs的并购规模

资料来源：全美房地产投资信托协会。

美国REITs除了合并扩张外，也会向私人投资机构收购或出售物业。以西蒙地产REIT为例，其在1993年上市时持有114处资产，经营面积约500万平方米，扩张至今已持有490处资产，经营面积达2　000万平方米，在此期间，西蒙地产REIT持续在市场收购物业。由此可见，中国境内推出REITs也会有助于商业地产市场投资活跃度的提升，从而增加因交易而带来的各项税收。

REITs改变商业地产市场的投资者结构，有利于税收的增长。中国商业地产散售情况突出、个人持有比例较大、存在税收差异，而REITs

的出现，一方面会促进行业的机构化、规模化发展，另一方面又为个人投资者提供分红稳定增长的金融产品，使更多的个人投资者从直接持有资产转而持有REITs份额。长期来看，以REITs为主的机构持有并经营的资产比重将大大增加，市场结构也将改变。如前所述，相对于个人持有资产，机构持有并经营资产的税负更重，税费占租金收入的比重为20%~44%，而个人持有资产租金收入的税费占比为4%~14%，两者差异巨大。资产持有结构的机构化转变，会使税款增加。

资产分散是中国房地产多年来的销售模式导致的。以租赁住房为例，美国的机构渗透率超过30%，REITs是最重要的房屋供应机构，而中国的机构渗透率仅为2%。这说明中国租赁住房机构化发展的空间很大。商业地产行业机构化、专业化发展会改善个人持有资产带来的诸多问题，如经营管理不力、物业维护困难等，也会带来很多规范化的增值业务，包括卫生保洁、家政、安保、生活服务等，这些业务也会增加税收。

综上所述，REITs的推出和发展对于税收是有积极作用的，可以在很多方面增加税收，这为相关部门推出REITs的税收优惠配套政策打下了基础。

中国REITs需要税收中性政策

REITs是收入传递的工具，具有导管作用，应体现税收中性原则。因此，以REITs持有并经营资产所承担的税负，不应大于投资者自行持有并经营资产所承担的税负，否则就不能起到资源优化配置的效果。这体现在，对设立REITs过程中产生的应税行为，应适当予以税收减免，对REITs持有经营环节的税费应予以适当优惠。建议按照国际惯例，以税收驱动为基本指导思想，对中国REITs的设立和经营给予相应的税收优惠政策，具体如下：

第一，对以REITs为目标的资产重组行为给予税收优惠支持。在设立REITs过程中，发起人往往需要对资产进行重组，如将标的资产注入项目公司。在实践中，除国有资产划拨外，其他该类行为有可能被视为交易，从而产生大量的增值税、土地增值税、所得税以及契税等税费负担。由于发起人往往会持有较大比例的REITs份额，标的资产的实际投资主体和控制权并没有发生实质变化，该行为可被视为企业内部资产重组。建议允许企业适用与企业内部资产重组相关的税收政策和规定，如

《关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》《国家税务总局关于企业重组业务企业所得税征收管理若干问题的公告》《财政部国家税务总局关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》等，以分立、新设等形式，按资产账面价值注入企业新设立的项目公司，使该过程没有产生增值而无须适用增值税、土地增值税和所得税等。这些税收优惠政策应扩大到以设立REITs为目标的所有企业，包括房地产企业和各种所有制企业。这些重组分立的行为导致资产转移至新主体，但其计税基础未发生变化，未来资产被真实出售给第三方时，仍可按此计税基础征收相关税费，并不会导致税源流失。

第二，进一步增加税收透明度，体现REITs设立行为的商业实质。设立REITs时，发起人会将项目公司转让给REITs，同时发起人持有REITs一定的份额。该过程涉及股权转让行为，一方面，若涉及房地产资产转让，则须缴纳土地增值税，另一方面，发起人须按股权转让所得缴纳所得税。首先，股权转让也属于REITs设立过程中的重组行为，不应当被视为房地产销售，建议对其性质予以明确认定，不适用土地增值税的相关规定。另外，等股权转让行为是REITs设立的基础，具有合理的商业目的，建议对该行为产生的企业所得税给予税率上的优惠或递延处理。即便征收所得税，也应考虑纳税人仍持有REITs大量份额的情况，这些份额并未实际变现，对应的所得税在设立REITs时可不予以计征。

第三，降低REITs持有经营环节的税负，体现对REITs的税收优惠。如前所述，不同主体持有资产并经营适用的税率差异很大，而REITs在持有经营环节税负较重，建议在一揽子税收方面试行优惠政策，比如参照个人持有并出租房屋的情况，为REITs体系内的项目公司持有并出租房屋制定较低的综合税率。尤其是对租赁住房类资产，建议税收政策向REITs类机构倾斜，培育更多专业化、规模化、集约化的机构，引领租赁住房市场的发展，有效建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。项目公司的企业所得税建议借鉴国际惯例，对分红部分免征所得税或给予优惠税率。

第四，减少REITs结构构建产生的税费负担。若中国REITs采用公募基金＋资产支持证券模式，则存在投资者、公募基金、专项计划和项目公司四个应税主体，还可能在项目公司与专项计划之间存在私募基金。由于结构相对复杂，层级较多，可能存在资管产品重复征税问题，如保本收益的增值税，在私募基金债权和专项计划的优先级等方面有可能会

涉及，导致流转过程的重复征税。建议在“营改增”一系列文件的基础上，进一步明确增值税的处理，并对REITs结构内的资管产品予以免税待遇，对于从项目公司向上分配并最终到投资者的分红，明确给予各层级所得税免税待遇。

REITs提供不动产市场发展所需的长期资金，是市场的重要供应主体，在助力租赁住房企业持续健康发展，落实租售并举战略，增加资本市场投资品种等方面，具有重要意义。从境外的发展经验看，税收优惠和基于税收的金融创新是REITs发展的驱动力，而境内，在租金收益率低的情况下，REITs面临的税务问题更为突出。我们经分析后认为，REITs在设立和持有经营环节均有较高的税务负担，使发起人动力不足，投资者的收益率不高，有必要予以解决。REITs的设立过程可以产生大量的税收增量，这些增加的税收在不设立REITs的情况下通常不会即时产生，因而为制订优惠政策提供了空间。这类税收优惠一般不会改变资产的计税基础，从而在未来发生出售等应税行为时，不会引起税收的减少和流失。另外，REITs有助于提升不动产投资市场的活跃度，优化投资市场结构，从而在一定程度上开拓税源，增加税收，具有积极作用。建议参考国际惯例，遵循税收中性原则，对设立、持有经营和退出等各环节的税负给予优惠待遇，从而推动REITs的发展。

---

[1] 这些条件主要有：REITs证券持有人必须维持在100人以上，最大的5个主要投资者合计持有份额不得超过其发行份额的50%；总资产的75%必须投资于房地产、抵押贷款或其他证券等；由应纳税REITs子公司股票所构成的资产不得超过20%；REITs的应税收益除资本利得与确定的非现金应税收益外，至少90%以股利的形式派发给投资者等。

[2] 世邦魏理仕，2017年二季度中国商业地产投资市场回顾与展望。

[3] 近期，十年期国债的收益率约为4%。

[4] 本书中均以封闭式证券投资基金的组织形式讨论REITs相关税务情况。

[5] 实务中，资产支持计划和私募基金可能会避免采用保本收益条款，但优先级部分的收益仍有可能被认定属于保本收益。

[6] 通常，一个物业项目的培育期为5年，年均回报率按8%计算，则5年的总回报约为40%。

[7] 在资产转让环节中，增值税、土地增值税及企业所得税的扣除基数均有差异，本测算已简化处理。

[8] 此为本案例结果。实务中，税负占物业交易价格的比例会因交易情况的不同而不同。一般来说，资产增值比例越大，税负占比越高。

[9] 此时，资产交易过程中由买方承担的契税实质上也由发起人承担，进一步增加了税务成本。

[10] 仅适用于本案例中的情形。

[11] 本案例增值税有进项税额的抵扣，无须缴纳，图12.5按无进项税额抵扣的情形示意增值税的占有比例。

第十三章 管理模式

无论是公司型REITs还是契约型REITs，其治理基础均为信托法律关系，治理的基本问题是优化REITs持有人、管理人和托管人在权利义务方面的制度设计，完善监督制衡体系，建立激励相容的利益协调机制，督促受托人切实履行信托责任，最大限度地保障持有人的合法权益。建立健全有效的治理机制，完善投资者保护是中国公募REITs市场建设的核心问题之一。

REITs的资产管理是全面、主动的资产管理，同时具备金融和不动产双重属性，既包括募资、投资、风控，也包括不动产改造、出租、运营和维护等。在一些市场（如美国、日本），将负责投融资管理的角色称为资产管理人（Asset Manager，缩写为AM），将负责不动产运营和物业管理的角色称为物业管理人（Property Manager，缩写为PM）。本书中提到的管理人是广义的概念，是资产管理人和物业管理人的统称。在全球实践中，REITs主要采用的管理模式有两种，即外部管理模式和内部管理模式。基于本书第三部分的分析，我们认为在中国现有法律和市场环境中，契约型架构和外部管理模式是中国公募REITs的可行方案。由于该架构存在多层委托代理关系，治理问题更复杂。因此，建立一个完善有效的外部管理模式，成为发展中国公募REITs的重要问题。

内部管理模式和外部管理模式

REITs的管理模式可以分为外部管理模式和内部管理模式。外部管理模式是指，REITs的载体为公司、信托或基金实体，由外聘的管理人执行所有的管理职责，包括资产运营、投融资和物业管理等。作为资产管理的回报，外部管理人收取管理费，管理费可能包括固定比例的基本费用，以及基于净收入、净资产或相对于REITs份额的绩效费用。除此之外，如果服务没有外包给其他公司，可能还需要收取收购费、处置费和财产费等额外的管理费用。而内部管理模式是指，REITs的载体拥有

不动产资产和资产管理人，REITs的内部管理部门或管理公司执行所有管理职责。图13.1和13.2分别是外部管理模式和内部管理模式的示意图。

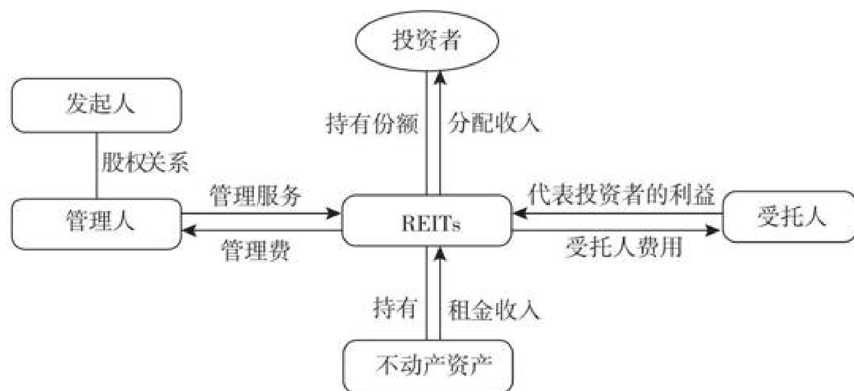


图13.1 外部管理模式

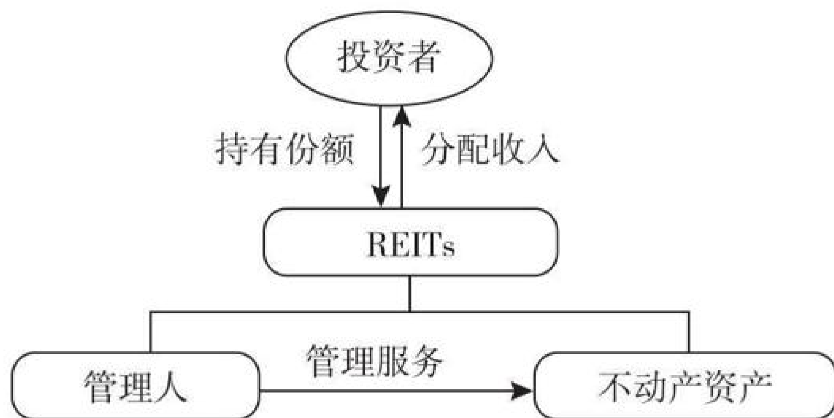


图13.2 内部管理模式

根据法律形式，REITs可以分为公司型REITs和契约型REITs。公司型REITs以公司作为REITs的载体，REITs份额是发行在外的股票。契约型REITs以信托计划或契约型基金作为REITs的载体，REITs份额是信托受益凭证或基金单位。美国市场的REITs大多为公司型REITs，并采取内部管理模式，即由公司董事会聘任REITs的内部管理团队进行资产管理；亚洲市场（如新加坡、中国香港）的REITs主要是契约型REITs，多采取外部管理模式，即引入专业的第三方管理公司来对REITs资产进行管理。

这一市场现状造成了一个概念上的误区，那就是公司型REITs等价于内部管理模式，契约型REITs等价于外部管理模式。事实上，REITs的管理模式和法律形式没有必然的对应关系。例如，J-REITs借鉴了美国市场，大部分都以公司作为载体，但与美国市场不同的是，J-REITs都采取了外部管理模式；A-REITs以信托作为载体，是契约型REITs，但一些A-REITs通过合订证券的方式，使REITs持有人同时持有管理公司的股权，从而实现内部管理。H-REITs以信托作为REITs载体，是契约型REITs。领展REIT是首家在香港上市的REITs，根据契约关系，领展资产管理有限公司是领展REIT的管理人。同时，领展REIT作为一个投资信托，投资并持有领展资产管理公司100%的股权。在此架构下，领展REIT事实上采取的是内部管理模式。

表13.1列示了全球主要REITs市场的管理模式。无论是内部管理模式还是外部管理模式，从全球来看，两者之中的任何一个都不能说是全球市场的主流。美国REITs发展初期，法规要求REITs必须由第三方管理其资产，直到1986年税法改革，才允许REITs直接经营和管理其资产。现在，美国大部分REITs都采用内部管理模式，采用外部管理模式的26个REITs占美国REITs市值的3%。在亚洲市场和小部分欧洲市场，无论从数量还是市值规模来看，采用外部管理模式的REITs都是市场的主流。

表**13.1** 全球主要**REITs**市场的管理模式

	采用内部管理模式的REITs数量（个）	采用外部管理模式的REITs数量（个）	采用外部管理模式的REITs的市值占比（%）
荷兰	4	0	0
法国	14	2	3
美国	169	26	3
比利时	8	2	10
南非	19	5	7
意大利	3	1	11
加拿大	30	15	10
英国	24	13	9
澳大利亚	19	14	10
爱尔兰	1	2	61
西班牙	1	3	87
墨西哥	0	8	100
中国香港	1	9	30
新加坡	0	37	100
日本	0	45	100

资料来源：SNL金融。

注：H-REITs以信托作为载体，形式上采取外部管理模式。需要说明的是：第一，领展REIT本身持有管理公司的控股权，因此为内部管理人。第二，一些H-REITs的发起人为大型地产集团，发起人的全资机构作为REITs的外部管理人，同时它也是REITs的第一大股东，对REITs的决策、日常管理有绝对的控制权。这些REITs实质上采取的是内部管理模式。在表中，我们没有把第二种情况列为严格意义上的内部管理模式。

两种模式孰优孰劣

内部管理模式与外部管理模式哪一个是REITs市场的最佳实践，这个问题一直是REITs领域的重要问题。从美国REITs市场的发展历程看，内部管理模式有助于降低REITs的管理成本，似乎是REITs管理模式的最佳实践。如果是这样，我们看到的现象应该是，全球市场将借鉴美国经验，内部管理模式应成为全球市场的主流，而事实并非如此。经过50年的发展，全球REITs市场管理模式的格局并没有出现“一家独大”的局面，甚至在美国市场，仍然有少部分REITs采取外部管理模式。这说明，内部管理模式和外部管理模式没有严格意义上的孰优孰劣，基于模式自身的迭代以及不同的市场与制度环境，任何一种均可能成为特定时期和特定市场的最佳实践。

REITs是基于信托关系的资产管理，即REITs持有人将资金委托给管理人，由管理人将资金配置到不动产资产，并通过运营管理来为持有人创造价值。如何降低REITs持有人和管理人之间的利益冲突所产生的代理成本，是REITs治理的主要问题。内部管理模式的基本代理链为：持有人→REITs→管理团队。外部管理模式的基本代理链为：持有人→REITs→管理人（机构）→管理团队。相对于内部管理模式，采用外部管理模式的REITs具有更长的代理链，持有人和管理人的委托代理关系更复杂；在运行过程中，由利益冲突和信息不对称而引发的道德风险可能更高。在这两种管理模式下，为协调REITs持有人和管理人的利益关系，均有必要设计相应的治理机制。相对于外部管理模式，内部管理模式的治理机制更简单、灵活。因此，从代理成本的角度看，理论上，内部管理模式要优于外部管理模式。我们看到，在两种模式并存的同一市场中，外部管理REITs的平均费用要高于内部管理。

成熟市场REITs通常采用主动管理模式，其价值在较大程度上依赖于管理人对不动产资产的专业管理与合理的投资决策。REITs管理包括资产管理和不动产管理。其中，资产管理涉及不动产投资、并购、扩募与债务融资等投融资决策，不动产管理则包括不动产项目的改造、出租、运营和管理。管理人需要在物业投资组合管理、资本结构优化、物业改造提升、租赁运营及物业管理等领域体现专业能力来增强REITs的内生增长动力。相对于内部管理模式，外部管理模式的管理人更能发挥专业能力的规模效应。通过外部管理人（特别是市场上有影响力的管理人），REITs能获得更多的资源，从而为REITs的增值和规模增长提供支持。对于新成立的或小规模的REITs，采取内部管理模式，打造合适、专业的管理团队并不容易，若能借助外部管理能力，则可以使其发展尽快走上正轨。

理论上，内部管理模式和外部管理模式分别有优势和劣势。实证研究的发现与理论一致，即并没有得出REITs的内部管理模式优于外部管理模式的结论。针对美国市场的实证研究的结果总体上支持内部管理模式优于外部管理模式的观点。例如，坎农和沃格特（Vogt，1995）的研究发现，1987—1992年内部管理的REITs的市场表现优于外部管理的REITs；卡波扎（Capozza）和塞金（Seguin，2000）分析了75家公司的样本，发现1985—1992年，内部管理的REITs的回报率比外部管理的REITs的回报率高7%。卡波扎和赛金（2000）还发现，外部管理的REITs比内部管理的REITs更多地应用债务融资，并且融资成本高于内部管理的REITs。安布罗斯（Ambrose）和林内曼（Linneman，2001）通

过对1990—1996年在美国上市交易的139只REITs的财务指标的研究发现，相对于采用外部管理模式的REITs，采用内部管理模式的REITs的管理费用和融资成本较低。安永2017年的报告[1]指出，2012—2017年，内部管理的REITs的年均回报率比外部管理的REITs高240个基点。

早期，外部管理的REITs的管理费用是基于资产规模的固定比例设计的，这是针对被动管理型资产管理产品的常用方法。在REITs的发展历程中，实践证明，REITs应是一类主动管理型资产管理产品，因此，基于管理业绩的分成模式逐渐被纳入外部管理模式的激励机制中。近年来，外部管理模式的治理机制不断完善，具有更严格的内控、更高的透明度、更高的独立性要求以及更合理的激励机制，使原有的代理问题和高费用问题得到有效缓解。安布罗斯和林内曼（2001）的研究发现，美国市场内部管理的REITs和外部管理的REITs的财务业绩表现没有显著差异。安永2017年的报告中，有关其他市场的研究发现，2012—2017年，澳大利亚、加拿大和英国外部管理的REITs的回报率要高于内部管理的REITs。另外，从总体上看，虽然美国外部管理的REITs的市场表现弱于内部管理的REITs，但对于小规模的REITs，外部管理的REITs的市场表现超过内部管理的REITs　145个基点。基于中国现有法律和市场环境，契约型架构和外部管理模式是中国公募REITs的可行方案。对于如何充分发挥外部管理的优势，弥补其不足，全球市场（特别是亚洲市场的契约型REITs）的实践提供了大量可借鉴的经验。

无论采取哪种模式，信息不对称和利益冲突下的代理问题都是REITs治理的核心。这个问题在外部管理模式下更需要关注。在现有机制下，管理人（管理团队）以自身短期利益的最大化为原则，而REITs持有人很难监督管理人的行为，从而导致REITs价值的损失。其具体表现至少包括以下三种行为：

第一，追求规模。管理人提供资产管理和物业管理服务，收取REITs的相关管理费用。如果管理费用的计算基于REITs的资产规模，那么管理人就有动机通过扩大资产规模来提升自身的收入水平。短期来看，积极购置不动产资产就是扩大规模最有效的方式。因此，代理问题严重的REITs通常表现为过度投资和融资。

第二，关联交易。在REITs的运营中，涉及投融资、租赁、物业管理、资产处置等各项交易，管理人可能会利用其对交易决策的影响力，和管理人关联方进行有损持有人利益的交易。在外部管理模式下，当发起人（通常为大型不动产企业）设立REITs，且发起人的全资子公司担

任REITs管理人时，这种架构所引发的代理问题源自发起人和REITs其他持有人的利益冲突。此时，REITs可能成为发起人自融资的附属机构，REITs从其发起人处购买物业时，会倾向于支付较高的价格或承担更多的义务。

第三，资源分配。在外部管理模式下，管理人可能同时管理多个REITs。在多个REITs之间，管理人对投资机会、租约等潜在收益的分配，将会以管理人自身利益最大化为原则进行权衡，最终分配给对自身最有利的REITs，从而不利于其管理的其他REITs。

不动产市场的透明度不高，将为以上三类行为带来更大的空间，使REITs管理中的代理问题给投资者带来更大的风险。仲量联行2018年《全球房地产透明指数报告》显示，在亚洲市场中，除了新加坡、中国香港、日本、中国台湾等国家和地区的房地产市场的透明度被列为二级外，其余国家和地区均存在一定的透明度问题。在不够透明的房地产市场中，外部管理模式所面临的代理问题更值得关注。值得注意的是，较2016年，亚太地区房地产透明度整体大幅改善，我国内地房地产市场距离二级水平仅有一步之遥。

基于现有理论和实务的研究与分析，我们得到的主要启示是：第一，管理模式的选择并没有一个统一的最优解，而应基于市场发展阶段与环境，采取最适合的模式；第二，管理模式的选择不是静态的，应根据REITs市场的发展进行改革与完善；第三，无论采取什么模式，核心问题是打造和充分利用资产管理能力以及降低代理成本；第四，提高不动产市场的透明度，提高REITs管理的透明度，采取更合理的激励机制，是降低代理成本最有效的方法。

类REITs市场面临的问题

中国市场类REITs的实质是以专项资产管理计划为载体的不动产资产证券化，我们称之为资产支持证券模式。中信启航REIT是第一只以专项资产管理计划为载体，以私募方式发行，在深圳证券交易所综合协议交易平台挂牌交易的类REITs产品。通常，类REITs的交易结构如图13.3所示。根据项目情况，为了税务处理和现金流分配的便利性，在专项计划和项目公司股权之间，一般还会嫁接特殊目的载体（往往是契约型私募基金）。整个架构中的参与方包括计划管理人、私募基金管理人、托管人、资产服务机构、特殊资产服务商、评估机构、会计师事务所以及

评级机构。

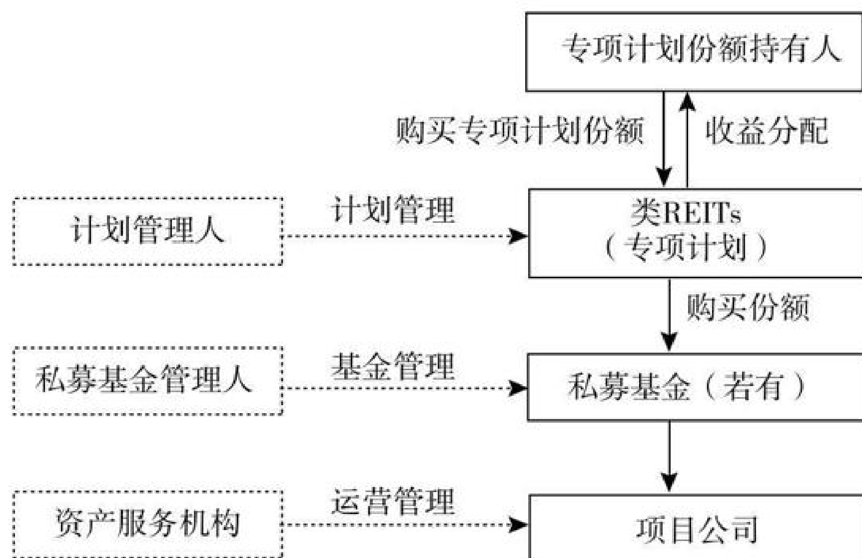


图13.3 类REITs的交易结构

在此架构下，类REITs产品的主要管理职责由计划管理人和私募基金管理人来承担。其中，计划管理人主要负责现金流的归集分配，履行信息披露义务，提供终止清算服务等，并监控原始权益人、增信方等相关主体的风险；私募基金管理人主要负责对基础资产的经营情况和现金流进行监测，对项目公司和私募基金进行全面管理，并监督相关服务机构。私募基金管理人（资产管理人）和项目公司选聘的资产服务机构（通常由REITs发行前物业资产的管理团队构成）进行存续期间资产的租赁运营和物业管理。

类REITs多是融资型的资产支持证券，债属性较强。这主要体现在：一是产品分级，优先级往往由银行等机构认购，次级则大部分由发起人自持；二是产品有期限，往往每三年有开放期，优先级投资者具有回售的权利；三是发起人需要对优先级进行各类增信，包括基于优先购买权的权利维持费、差额支付、流动性支持、各类触发机制等，体现了优先级实质上的保本保收益特性。

我们认为，现阶段中国境内类REITs管理的主要特点包括：

第一，计划管理人主动管理的范围和程度有限。这主要体现在计划持有人大会和计划管理人的管理权限上。类REITs因产品分级的原因，

会设立有控制权的计划持有人大会，以区分优先级投资者和次级投资者的权利。大会的主要审议事项包括计划管理人的更换，处分、启动事件，资产管理合同的修订，更换私募基金管理人，超过一定比例的资产处置等。在一些案例（如碧桂园租赁住房REIT）中，在确保优先级投资者本息足额偿付的情况下，次级投资者（多是发起人）具有持有人大会的控制权。计划管理人由金融机构担任，如券商和基金子公司，其职能主要是代表持有人大会行事，在产品的债属性下，其监管方向和内容主要是信用风险和现金流的归集分配。

第二，私募基金管理人呈现独立和专业化特点。私募基金管理人可以由发起人设立或与外部专业机构合资成立，也可以由外部独立的专业机构承担，如保利和碧桂园租赁住房REIT由外部专业机构担任基金管理人，体现了产品治理方面的进步。但基金管理人对底层资产的监管仍受限，且产品设计上存在一些关联交易，底层资产的运营和管理均被委托给发起人设立的机构。

第三，代理成本以不同的方式呈现。一是投资者之间，如次级投资者与优先级投资者之间的利益冲突。由于优先级的债属性，加上资产风险隔离的优势，该类利益冲突并不明显。反倒是次级投资者内部（若有），即发起人与其他次级投资者之间的利益冲突可能更明显。二是投资者与管理人之间。管理人虽有较强动机做大规模，但受限于类REITs缺乏扩募机制，[2]通常不涉及主动的物业投资组合管理、资本结构优化，外延发展能力弱，出现代理风险的可能性也较低。

第四，关联交易是重点关注问题。如前所述，在大部分案例中，底层资产的运营和管理均被委托给发起人设立的机构，采取的形式不一，包括将运营委托给商业管理公司，将整体租赁委托给发起人子公司，委托物业管理等。对于债属性较强的类REITs，关联交易有助于增加信用。但当次级存在较多外部投资者时，需要对关联交易进行更严格的监管，包括更充分的信息披露、更适当的权力限制（包括回避表决）等。

总体来看，类REITs由于其债属性，在管理上更多地以发起人为主，而专业机构，尤其是独立的私募基金管理人的出现，体现了其外部管理架构的市场化进展。

建立、健全中国公募REITs的治理机制

在中国现有法律框架和市场环境下，公募REITs的制度设计主要有3种模式：将REITs作为与股票、债券并列的新券种的新券模式；对类REITs进行公募化的企业资产支持证券公募化模式；以公募基金投资不动产资产支持证券的公募基金＋资产支持证券模式。本书的第三部分已经对此进行了详尽的分析。在这3种模式中，公募基金＋资产支持证券模式最复杂。图13.4是公募基金＋资产支持证券模式的基本架构。

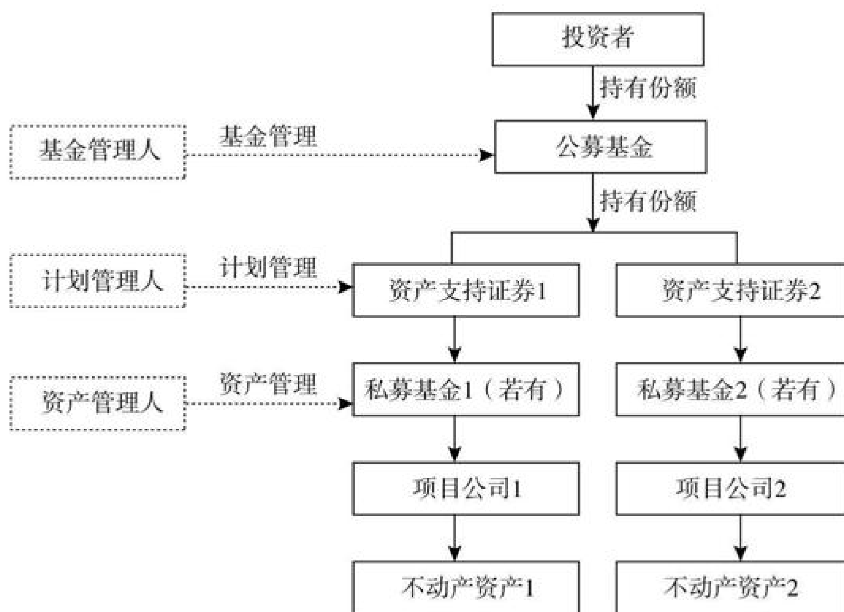


图13.4 公募基金＋资产支持证券模式的基本架构

公募基金＋资产支持证券模式下的公募REITs属于契约型REITs。《证券投资基金法》规定，公募基金需投资于证券，而不是非上市基金管理公司的股权，因此，REITs采取的是外部管理模式。由于该模式下产品存在分层结构，REITs的管理可能需要多层管理主体，以对应不同的金融产品和监管要求。具体来看，基金持有人委托公募基金管理人进行基金管理，基金投资于资产支持证券；资产支持证券持有人委托计划管理人进行专项计划管理，专项计划投资于私募基金；私募基金投资者委托私募基金管理人进行私募基金管理，私募基金投资于项目公司，在项目公司进行不动产资产的运营和管理。

作为中国现阶段一种可行且同时与国际标准化REITs结构存在一定区别的产品模式，公募基金＋资产支持证券模式一方面可以充分应用现

有公募基金和资产支持证券市场的规则和成熟经验，从而尽快培育和发展REITs市场的管理能力；另一方面，其外部管理模式不仅存在全球市场的共性问题，也存在该模式的独特问题。共性问题在于如何降低REITs外部管理模式的代理成本，独特问题则是指在多管理主体的情况下，如何对管理职能进行合理分配。

管理职能的分配问题

关于管理职能的分配问题，其基本原则应体现REITs资产管理的基本性质，并符合现有各类产品的监管要求，做到职能不重复、不缺失、边界清晰，兼顾各方利益。REITs资产管理的基本性质是全面的资产管理。在具体的设计思路上，应以全面管理的职能模块为基础，结合资产支持证券现有职能体系，在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，同时制定合适的治理体系。

我们可以将REITs资产管理的职能模块分为三大类，即基金管理、投资管理和投后管理。其中，基金管理包括基金融资、信息披露、合规风控、财务管理、退出清算等；投资管理包括投资收购、资产改造、资产处置等；投后管理包括招商租赁、营销推广、运营管理、工程与物业管理等。在公募基金＋资产支持证券模式下，这些职能模块应在公募基金管理人、计划管理人和私募基金管理人中进行合理分配，并确定主要责任主体。可选择的方案有两个。

方案一，公募基金管理人为主要责任主体，负责基金管理、投资管理和投后的监控，计划管理人主要对计划本身负责，私募基金管理人负责投后管理，其中，部分运营与物业管理可以委托给外部资产服务机构。具体来说，基金管理人的职能包括基金发行、投资者关系与信息披露、财务管理、合规风控管理、投资收购与处置、资产改造、计划监控、投后监控；计划管理人的职能包括计划管理、产权管理、合规风控管理；私募基金管理人的职能包括资产营运、营销管理、租务管理、招商租赁、物业管理。

方案二，计划管理人承担主要管理任务，但公募基金管理人的责任并不免除。基金管理人与计划管理人签订投资合同，明确双方权利义务。公募基金管理人负责基金管理和计划监控，并委托计划管理人在现有计划管理的基础上，增加投资管理和投后监控职能，私募基金管理人负责投后管理。具体来说，公募基金管理人的职能包括基金发行、投资

者关系与信息披露、财务管理、合规风控管理、计划监控；计划管理人的职能包括计划管理、产权管理、投资收购与处置、资产改造、投后监控、合规风控管理、产品设计、财务税务筹划；私募基金管理人的职能包括资产营运、营销管理、租务管理、招商租赁、物业管理等。

方案一的特点在于，责任主体位于治理结构的顶层，公募基金管理人要有主动管理不动产资产的能力，对资产进行穿透管理，公募基金管理人与计划管理人的职能有一定的重复。方案二的特点在于，基本维持了现有各管理主体的职能，应用已有的成套监管体系，可减少职能重复，但需要设计好与顶层的关系。我们建议以方案二为主，逐步向方案一过渡，主要原因如下：

第一，目前中国市场的证券投资基金均采用被动管理模式，而主动管理不动产资产，尤其是基础设施和公共服务，涉及的行业广泛，需较全面地配置专业团队。

第二，以证券投资基金为主的管理设计，需要穿透底层资产，在职能上容易重叠，边界和责任易不清晰。而资产支持计划体系已较为完整，发起产品的流程较为成熟，专业化管理较易实现，并能做到责任到位。

第三，亚洲以信托契约为主的产品设计，其基金基本上采取集合资金计划的形式，国内资产支持计划在本质上是相同的，只是缺乏流动性，未来将计划转化为公募基金较为便利。当法律条件成熟时，计划管理人或其他专业机构经批准可以转化为不动产公募基金管理公司。

治理机制的问题

在以计划管理人为责任主体的管理架构下，公募基金持有人大会是最高权力机构，决定重大事项；计划管理人有权提议召开临时会议。公募基金及计划持有人会议分别设立常设机构。常设机构应设立各项专业委员会（类似于董事会的各专业委员会），并制定具体办法。项目公司董事会的人员构成主要由常设机构提议。计划管理人需制定重要业务的汇报流程，形成完整的合规手册。

对于降低REITs外部管理模式中的代理成本问题，近年来，全球市场的不断完善为中国市场的发展提供了很多可借鉴的经验。总体上看，更严格的内控、更高的透明度、更高的独立性要求以及更合理的激励机制，将使得原有的代理问题得到有效的缓解。基于中国市场的特征，我

们对未来公募REITs市场的建议如下：

第一，充分发挥公募基金持有人大会的治理作用，完善有效的监督机制。在契约型基金中，基金持有人大会是主要的监督机构，持有人有权通过召开持有人大会更换管理人和托管人。目前市场上的公募基金普遍没有设置基金持有人大会的常设机构，如果基金持有人分散，中小投资者参与治理的成本较高，普遍存在“搭便车”的现象，召开持有人大会存在一定的困难，用脚投票的机制无法对管理人形成有效的监督。根据现行《证券投资基金法》，基金持有人大会可以设立常设机构，行使监督职责。因此，中国公募REITs的相关规则指引中，应明确基金合同必须设立持有人大会常设机构，细化常设机构人员组成和议事规则，有效行使召集基金持有人大会，提请更换基金管理人、托管人，监督基金管理人的投资运作与重大财务决策，制定管理人和托管人激励机制等职能。应保证基金持有人大会常设机构具有充分的独立性，独立于管理公司、REITs发起人和REITs大份额持有人，并明确其法律责任。另外，中国公募REITs应强制举行年度持有人大会，并确保管理人和托管人出席。定期召开年度大会能增强投资者对REITs管理人的监督，同时为管理人提供向投资者介绍REITs表现和投资策略的机会。

第二，建立完善的信息披露制度。按照真实、充分、准确、及时的信息披露原则，定期、临时进行信息披露，以完整反映公募REITs的经营情况，从而有效遏制各种损害投资者利益的行为，为投资者进行公募REITs投资、价格判断创造客观公正的环境。特别要指出的是，为保证REITs所有权结构和关联交易信息的透明度，REITs应及时向交易所披露REITs的所有权结构和所有关联方信息，以及重大关联交易。

第三，建立合理的管理费用结构，协调管理人与投资者的利益。REITs是主动管理型资产管理产品，因此，应以主动管理产品的设计框架来思考外部管理的激励机制。全球经验表明，越来越多的外部管理的REITs开始采取年度管理费＋基于回报的业绩分成模式，以提高管理人和投资者利益的一致性。中国公募REITs法规应支持多元化的费率结构，鼓励在市场机制推动下产生激励机制的最佳实践。

第四，建立必备的REITs管理人资格准入审批程序。在REITs管理人的准入条件中，强调股东或管理团队具备不动产业专业素质与较为丰富的经验，从而在投前尽职调查、投后资产运营和持续监控以及资产处置等方面切实履行管理人职责。为保持市场上有足够的REITs管理机构以维持相互竞争格局，应对管理人设立合理的门槛，形成一个充分竞争的

管理人市场，促使其提高经营水平，维护投资者的利益。

第五，完善REITs管理人的治理和内控机制。管理人是公司制实体，在股权结构与内部治理上，应符合REITs市场的监管要求。首先，为保护REITs中小投资者的利益，REITs管理人应独立于REITs的大份额持有人。其次，应保证管理人董事会的独立性，建立和完善管理人（公司）的独立董事制度，将保护基金持有人利益作为独立董事履行职责的重要目标。最后，加强监管机构对管理人公司治理的监管。监管机构应在股东与股权、董事会、履职与考评以及从业资格等方面实施重点监管，推动管理人治理水平的提升。

第六，严格防范因关联交易而出现的利益冲突行为。可以借鉴海外较为成熟的经验，就关联交易的信息披露和审批事项，制定更严格的标准。同时，要切实履行关联交易相关程序，关联方应在相关决议上做出回避表决。

建立健全有效的治理机制，完善投资者保护是中国公募REITs市场建设的核心问题之一。在全球实践中，REITs主要采用的管理模式有两种，即外部管理模式和内部管理模式。基于现有理论和实务的研究与分析，我们得到的主要启示是：第一，管理模式的选择并没有一个统一的最优解，而是基于市场发展阶段与环境，采取最适合的模式；第二，管理模式的选择不是静态的，可以根据REITs市场的发展进行改革与完善；第三，无论采取什么模式，核心问题是打造和充分利用资产管理能力以及降低代理成本；第四，提高不动产市场的透明度，提高REITs管理的透明度，采取更为合理的激励机制，是降低代理成本最有效的办法。

“公募基金＋资产支持证券”作为适用于中国现状的一种独特产品架构，因其具有多个产品层级，其治理问题更为复杂。因此，如何降低REITs外部管理模式的代理成本，以及如何将管理职能在多个管理主体中进行合理的分配，是建立一个完善有效的外部管理模式的两个重要问题。

对于管理职能的分配问题，我们认为基本原则应体现REITs资产管理的基本性质，并符合现有各类产品的监管要求，做到职能不重复、不缺失、边界清晰，兼顾各方利益。REITs资产管理的基本性质是全面的资产管理。在具体的设计思路上，以全面管理的职能模块为基础，结合资产支持证券现有职责体系，在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，同时制定合适的治理体系。

对于治理机制的建立，我们给出的建议是：第一，充分发挥公募基金持有人大会的治理作用，完善有效的监督机制；第二，通过强化REITs信息披露的透明度等提高内控水平；第三，选用更有利于协调各利益相关方的报酬与考核机制；第四，建立必备的REITs管理人资格准入审批程序。第五，完善REITs管理人的治理和内控机制。第六，严格防范因关联交易而出现的利益冲突行为。

---

[1] EY Global Real Estate，2017，Internal vs.External Management Structure.

[2] 保利租赁住房REIT的储架发行制度是中国境内类REITs产品的一大创新，但仍然处在一个相对有限的框架内。

第十四章

定价与资产估值

公募REITs是标准化的金融产品，通过发行市场和二级市场上市交易。发行价格以及二级市场的交易价格由REITs供需双方确定。市场合理定价是充分发挥REITs资源配置作用的前提条件。因此，树立符合不动产商业逻辑本质的定价理念，建立完善的市场定价机制，使REITs价格成为基础资产（不动产资产）定价的“锚”，是REITs市场建设的重要问题。

REITs的估值逻辑与定价机制

从低流动性的不动产实物资产到高流动性的金融产品，REITs的基本运作模式是通过公开市场募集资金，将储蓄转化为长期资本，主要投资于持有型物业和基础设施，通过专业化运营获取租金或其他收入，获得稳定的经营性现金流，同时通过租金增长及跨周期持有获得资产增值收益。因此，由REITs制度保证，REITs的价值创造建立在不动产资产的真实经营上，以资产运营产生的净现金流作为给投资者分红付息的主要来源，以资产本身的管理升级和估值提升为投资者带来长期持有的收益。从商业逻辑的本源出发，REITs估值的核心在于评估其长期稳定分红以及由于提升运营水平而使资产增值的能力。在实践中，REITs投资者常用的估值方法有3种，即相对估值法（或乘数法）、红利贴现模型（DDM）、资产净值（NAV）法，虽然这3种方法的角度不同，但都符合REITs的基本商业逻辑。

相对估值法是资本市场对上市公司股票进行估值的常用方法之一，估值乘数有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等。REITs通过投资持有型物业和基础设施获得稳定收益，具有高分红派息的特性，是兼具债券和股票特性的投资工具。因此，REITs的分红能力是资本市场关注的焦点，常用的估值乘数有分红收益率（Dividend Yield）、市价/净营运现金流（P/FFO）、市价/调整后净营运现金流

（P/AFFO）等。分红收益率是一年的总分红额与当时市价的比值，在可以明确预测特定REITs的分红水平的前提下，根据资产类别、资产区域、管理人水平、治理结构等多方面因素来确定可参照的分红收益率乘数，从而得出REITs的估值。应用分红收益率作为估值乘数的优点在于指标直观、易于计算，且是投资者最关心的指标，缺点是由于管理人在一定程度上可以调整分红率，分红收益率是一个短期易被操控的指标，这样就无法真实反映REITs的收益能力。

在REITs的相对估值法中，市价/净营运现金流和市价/调整后净营运现金流是更重要的估值指标。根据通用会计准则（GAPP）的定义，净营运现金流等于净利润加不动产折旧，减债务重组所得或损失及不动产销售收益。净利润指标在衡量REITs运营绩效方面不像在其他类型的公司那样有意义，原因是不动产折旧在会计处理上被当作费用来处理，而在现实中，由于通货膨胀、土地价格上涨、建造成本上升、租金提升和空置率下降等原因，许多物业资产往往可以保值增值。大额折旧费用抵消了REITs的大部分现金流，因此，将折旧加回来对于REITs产生的现金流的衡量更合理。另外，计算净营运现金流时还要减去物业出售的资本利得。原因在于，定期折旧会减少资产负债表上的物业持有成本，而资本利得则来自高于持有成本价格的物业出售，在净营运现金流的计算中若包含资本利得，则相当于将折旧加入两次。REITs管理人一般会将净营运现金流中的一部分进行分配，另一部分作为留存收益。与分红收益率的倒数（P/Dividend）不同，市价/净营运现金流将留存收益考虑在内，在一定程度上是将REITs未来的发展空间考虑在内。

尽管净营运现金流在REITs市场中被广泛使用，但该指标也有不足之处。由于不动产价值可能因老旧或过时而随着时间缓慢消减，要维持物业资产的正常运营，需要进行维护与更新。另外，虽然一些设备设施在会计处理上是资本化的，但由于使用寿命有限，其价值也会不断降低。[1]在计算净营运现金流时，简单地将折旧加回至净利润中，没有考虑为维持物业价值而进行维护和更新所产生的资本支出，会高估资产运营的业绩表现。调整后净营运现金流是为解决该问题而推出的指标，具体的调整方法是，在净营运现金流基础上减去那些被资本化的、用于维护和更新的费用支出。由于调整后净营运现金流在衡量REITs的自由现金流和分红派息能力上更有效，作为估值乘数，其得到广泛应用。

对REITs投资者来说，REITs带来的是未来一系列的分红派息现金流。与股票的估值类似，REITs也可以应用红利贴现模型来估值，即通

过一系列预期现金流的现值之和来估值。[2]由于分红派息水平可以看成是调整后净营运现金流乘分红率，REITs的红利贴现模型也可以表述为预期调整后净营运现金流的贴现之和。

资产净值法是第三种估值方法。由于REITs是典型的重资产产品，其持有的资产主要是不动产，资产净值法是指对REITs持有的基础资产价值进行评估，扣除负债后测算净资产价值，并以此作为REITs估值的标尺。资产净值法的核心是不动产资产的价值。不动产资产价值的评估方法包括收益法、市场法和成本法。收益法是基于对未来收益现金流的预测的估值方法，市场法是通过与相同或类似的资产交易价格类比进行估值的方法，成本法是通过假设重置资产而确认重置成本的估值方法。收益法适用于收益、风险、获利年限等可预测的资产，如购物中心、写字楼、基础设施等；市场法适用于拥有活跃交易市场的资产，如住宅、销售型写字楼、商铺等；成本法在房地产评估领域主要适用于不具备活跃交易市场或无法产生稳定收益的资产，如学校、图书馆、公园等公益型资产。在REITs领域进行基础资产评估，由于REITs依靠基础资产的运营收益向投资者进行稳定分红，收益法是最符合REITs逻辑的评估方法。收益法分为报酬资本化法和直接资本化法。[3]报酬资本化法指的是贴现现金流分析，即资产价值等于其未来各年运营净收益（NOI）的现值之和。直接资本化法是用估价对象未来一年运营净收益除以适当的资本化率来求取估价对象的价值。[4]REITs估值方法汇总见表14.1。

表14.1 REITs估值方法汇总

估值方法	估值方式	估值逻辑	常用指标
相对估值法	直接对REITs产品进行估值	分红派息能力相同的REITs应有相同的估值	市价/净营运现金流，市价/调整后净营运现金流，分红收益率的倒数
红利贴现模型	直接对REITs产品进行估值	预期现金流的现值之和	
资产净值法	通过基础资产对REITs产品进行估值	预测基础资产未来收益的现金流，通过报酬资本化法或直接资本化法得到基础资产估值，然后在此基础上调整得到REITs估值	资本化率

REITs和REITs基础资产的估值具有相同的估值逻辑，从理论上说，

原因在于两者的市场定价有相互锚定的关系。REITs持有的不动产基础资产（特别是持有型物业）有大宗交易市场，REITs有发行市场和二级市场。举一个简单的例子，假设一只REITs仅持有A物业，那么REITs产品的价格决定了A物业在REITs市场的定价（即A物业REITs价格）；同时在大宗交易市场，通过同类物业的售价可以确定A物业的估价（即A物业的大宗交易市场价格）。这两个价格应该具有一致性，如果差异较大，就存在一个好的投资机会：如果A物业REITs的价格远高于A物业的大宗交易市场价格，那么REITs管理人可以通过增资收购类似物业来提升REITs的市值；如果A物业REITs的价格远低于A物业的大宗交易市场价格，那么外部投资者可以收购REITs，然后在大宗交易市场出售A物业。因此，不动产资产大宗交易市场与REITs市场之间存在趋同性和内生相关关系。在实践中，通过REITs产品价格和物业净营业收益可以计算出A物业REITs的价格，称为隐含资本化率[5]，隐含资本化率可以作为大宗交易市场定价的重要参考因素。

REITs价格具有领先于不动产市场价格的特点。首先，在影响不动产价格的因素发生变化后，由于流动性好、交易量大、交易成本低，REITs市场的价格变动先于不动产市场，不动产市场的价格调整更为缓慢。其次，REITs对基础资产的初始收购价格直接影响投资者在产品存续期间获得的分红派息水平，是REITs发行定价时资本市场参考的重要依据；REITs在存续期间对基础资产的持续跟踪估值能有效体现基础资产的质量，有利于REITs产品及时对资产包进行优化调整，保障投资者利益。最后，在市场化处置资产的过程中，物业估值是最终确定处置价格的重要参考因素。也就是说，REITs市场和大宗交易市场相互具有价格发现功能，不仅有利于在资产交易市场形成资产价格，而且有利于在REITs市场形成基于经营质量和经营效率的市场定价。

境外成熟REITs的发行大多采用累计投标询价机制。累计投标询价机制主要包括确定估值、确定价格区间、投标询价和公开发行四个阶段。在确定估值和确定价格区间阶段，主要是作为主承销商的投资银行根据拟发行标的证券的情况，结合专业经验和知识进行的单方面定价。基于REITs产品的特点，在实践中，主承销商往往会以底层物业资产预期运营现金流为基础测算投资者每年的分红收益率，以此得到REITs的估值。进入投标询价阶段后，由于机构投资者的投资判断经验和能力较为充足和成熟，承销团向机构投资者推介、发放研究报告也有利于机构投资者对REITs的投资价值进行判断，再加上具有约束力的报价，有利于机构投资者从需求端探寻REITs的公允价值。在正式进入公开发行阶

段后，基于供给端和需求端在询价阶段确定的发行价，再通过公开市场向个人投资者确认，如果公开发行阶段的认购数量不足，则发行失败，说明前两个阶段的价格发现机制失效；如果公开发行成功，则说明REITs的公允价值已通过累计投标询价机制确定，并最终得到了市场的认可。

成熟REITs市场具有价格发现功能

诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿（Robert　Merton）教授（1992）认为，一个完善的金融体系应具备六大基本功能：第一，提供便利商品、劳务和资产交易的清算支付手段；第二，通过提供各种机制，汇聚资金并导向大规模的无法分割的投资项目；第三，提供经济资源跨时间、地域和产业配置的方法和机制；第四，提供控制风险的手段和途径；第五，具有信息提供和价格发现功能，通过提供价格信号，帮助协调不同经济部门的非集中化决策；第六，为金融交易双方的信息不对称问题及委托代理问题提供解决方案。在这六大基本功能中，信息提供和价格发现功能处于核心地位。

从长期看，REITs市场能否提升行业发展质量，为投资者创造投资回报，优化资源配置，促进宏观经济增长，关键在于其是否具有价格发现功能。前一部分的论述中，我们分析了REITs定价的理论逻辑以及REITs市场的内生定价机制。成熟REITs市场在价格发现上的表现如何？学术界主要从REITs市场价格与不动产价格的相关性、REITs市场的投机性与价格泡沫、REITs相对资产净值的折溢价三个方面，来思考和评估REITs市场的价格发现功能。

REITs市场价格与不动产价格的相关性

REITs市场价格与不动产价格之间的互动关系是第一个重要问题。从资金需求端来看，如果REITs市场价格可以揭示不动产资产的内在价值，那么以此为基准可以做出有效的投融资决策。从资金供给端来看，由于不动产与其他金融资产之间的相关性较低，投资不动产往往可以为投资者带来巨大的分散化价值。相对于直接投资不动产，投资REITs，基础资产相同，却有更好的流动性、更低的交易成本和购买门槛，更容易进行不动产投资的分散化，如果REITs市场价格与不动产价格走势之

间有着高度的同步性和相关性，那么REITs将成为投资不动产的优选产品。

在现有文献中，实证研究应用误差修正模型来研究REITs价格与不动产价格的长期均衡关系和短期波动关系。从短期看，一个共识性的结论是，REITs价格与不动产价格之间的相关性较低，受股票市场波动的影响较大。由于REITs在市场公开交易，可能会受股票市场噪声、短期投机、市场情绪和资金面等因素的干扰，从而使其价格偏离不动产市场的价格。从不动产的类别看，巴甫洛夫（Pavlov）等（2011）研究了不同类别的REITs价格与其对应的不动产价格之间的关系，只有写字楼REITs价格与不动产价格之间有显著关联，而零售REITs、住宅REITs、工业REITs的价格与其对应的不动产价格之间均无显著关联。

但是，现有研究也发现，随着REITs市场的不断成熟，其越来越能体现自身真实的内在价值，与不动产价格之间的差异在缩小[克莱顿（Clayton）和麦金农（Mackinnon，2001）]，与股票市场之间的相关性也在下降[霍斯利（Hoesli）和塞拉诺（Serrano，2007）]。根据霍斯利等（2012）的研究，REITs价格与不动产价格的长期关联在美国、英国较为显著，在澳大利亚不显著，在一定程度上说明美国、英国的REITs市场相对于其他地区发展得更完善，更能体现不动产的内在价值。

根据帕利亚里（Pagliari）等（2005）、塞拉诺等（2011）的研究结果，从长期看，REITs市场价格与不动产价格之间有着十分紧密的关联，可以将长期REITs投资作为长期直接不动产投资的替代。一方面，股票市场噪声的整体影响随时间趋近于零，另一方面，由于具有相同的底层资产，REITs和不动产市场最终都会调整自身的价格以与变化的基本面保持一致。REITs价格变动领先于不动产市场价格。在影响不动产价格的因素发生变化之后，由于流动性好、交易量大、交易成本低，REITs相比不动产市场更加信息有效，吉利贝托（Giliberto，1990）、盖尔纳（Geltner）等（1998）、帕利亚里等（2005）、李（Li）等（2009）验证了REITs市场的价格变动先于不动产市场，不动产市场的价格调整更缓慢，因此REITs市场具有价格发现功能，可以成为不动产市场定价的“锚”。

在推动REITs政策的进程中，各个国家和地区的决策机构高度关注不动产市场和REITs市场之间的风险传导问题。一方面会担忧，作为新融资工具，REITs的出现，可能会助长房地产市场的泡沫，另一方面，

又担心房地产市场价格的波动，会引起公募REITs市场的剧烈波动，导致中小投资者蒙受损失。前述实证研究表明，从短期或即期看，REITs与股票市场的相关性较大；REITs与实体不动产市场的相关性主要体现在长期和跨期上。这反映了REITs的风险收益特征，其强调长期租金收益和分红，而非不动产短期的资产价格波动。国外的实践表明，REITs通常不会引起房价的进一步上涨，相反，在房地产市场出现严重泡沫时，REITs作为专业的市场参与者，开始出售资产，或被私有化，增加不动产市场的供给，从而平抑房价，并传递房地产泡沫的准确信号。例如，2006—2007年，美国处于房地产泡沫高峰期，REITs是市场的净卖家，净卖出86亿美元的商业物业。在这段时期，REITs被私有化的规模也创新高，金额分别为350亿和870亿美元。

同样，REITs具备抵御不动产市场短期波动风险的能力。REITs的基础资产成熟且质量较高，租金收入稳定，财务稳健，遵循长期投资策略，其投资者往往也是长期投资机构，因此不动产市场价格的短期调整对REITs的影响较小。以新加坡为例，在2008年金融危机中，其房地产价格出现大幅下跌，但稳定的租约和经常性收入使REITs的分红能力基本未受影响，REITs市场价格的下跌更多是由金融市场流动性造成的，到2009年年中，S-REITs未出现破产和抛售资产的情况，其市场价格也快速恢复，投资者通过金融危机进一步认识了REITs的抗风险特征。

REITs市场的投机性与价格泡沫

由于REITs市场流动性好、交易成本低，对于不动产市场的投机者，REITs市场是其投机的天然温床。于是产生了另一个被广泛关注的问题：REITs市场是否存在着大量的投机行为，而市场价格也时常表现为投机性泡沫？

就这个问题，有正反两个方向的思考。其一是，REITs市场不利于投机者炒作并形成泡沫，原因是REITs与其他上市公司的股票相比，有明确的基础资产，同时其经营活动和股利发放受到严格的制度约束，如净利润的最低分配比率、收入结构中来自不动产经营的最低比例、资产结构中持有不动产的最低比例等，这些刚性要求明确其价值取决于未来股利对应现金流的折现，降低了REITs的不确定性和信息不对称程度。其二是，REITs市场也存在有利于投机行为的因素。例如，REITs是不动产资产的证券化，而不动产市场有时有泡沫出现。对于大多数REITs，投资者做空REITs的方式受限、成本较高，REITs市场的有效性受到影

响，负面信息不能很好地反映在价格中。

对于REITs市场是否存在大量投机泡沫，现有的实证研究没有一致的结果。例如，佩恩（Payne）等（2007）总结了用不同方法检验REITs市场泡沫的不同结论。吉拉萨库尔德赫（Jirasakuldech）等（2006）、谢（Xie）等（2015）的研究未发现权益型REITs存在投机泡沫。布洛（Blau）等（2014）的研究指出，尽管美国REITs市场存在投机行为，且在不动产的景气周期中，理性投机泡沫会增加，但这些投机行为没有导致非理性投机泡沫，投机行为的多寡不能预测未来REITs市场的收益率。佩恩等（2005）的研究指出，美国抵押型REITs和混合型REITs市场存在着周期性崩塌的负向泡沫。布劳尔斯（Brauers）等（2013）的研究则指出，美国的住宅类权益型REITs在2003—2007年存在投机泡沫。恩内伊（Nneji）等（2013）的研究同样认为，美国REITs市场在2003—2007年逐渐积累了投资泡沫，到2007年不动产市场泡沫破灭时，REITs市场价格相对于其基础资产被高估了40%。

REITs市场的折溢价

在现实中，REITs市值与资产净值之间存在一定的折溢价，被称作资产净值折溢价。资产净值折溢价反映了REITs期望回报率和REITs基础资产回报率之间的差异，当REITs期望回报率高于基础资产回报率时，体现为折价；当REITs期望回报率低于基础资产回报率时，体现为溢价。市场折溢价情况随地区和时间的不同而不同。截至2018年二季度，H-REITs整体呈折价状态，平均折价率为31%，S-REITs和J-REITs整体来看略有溢价，溢价率分别为3%和4%。[6]全美房地产投资信托协会估计美国REITs的折价率为9%左右。[7]布鲁恩（Brounen）等（2013）的研究发现，在2008年金融危机爆发之前，美国REITs的价格相对于资产净值存在明显溢价，而金融危机爆发后，REITs的价格相对于资产净值存在明显折价。根据莫瑞（Morri）等（2016）的研究，图14.1显示了法国、荷兰、英国REITs的平均资产净值折价率，可以看出三个国家的REITs价格整体偏折价，荷兰的平均资产净值折价率相对较低，金融危机期间的平均资产净值折价率相对较高。

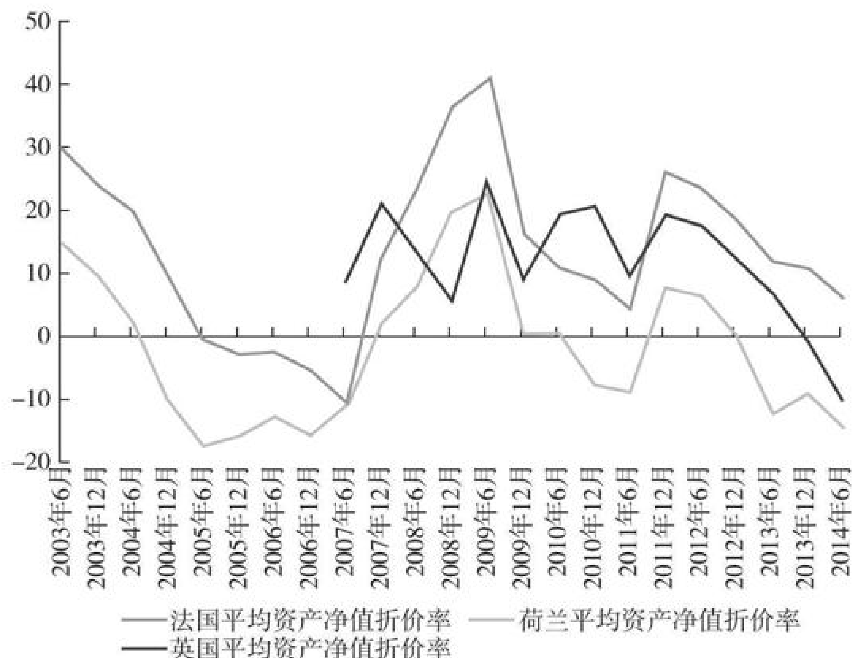


图**14.1** 法国、荷兰、英国**REITs**的平均净产净值折价率

对于REITs投资者来说，REITs以确定的不动产作为基础资产，有明确的经营管理和收益分配规则，能较好地进行净资产价值评估，如果REITs市场中存在长期折溢价，则需深入思考造成折溢价的原因。REITs折溢价有三种理论解释。[8]第一，REITs市场相对于不动产市场更有效，可以更快地根据新信息调整价格，使REITs价格相对资产净值发生偏离。如果这种解释正确，那么折溢价的存在意味着REITs具有价格发现功能。第二，REITs与不动产市场相比有更好的流动性，因此投资者愿意为REITs投资支付额外的溢价，这种溢价的存在是合理定价的结果。第三，投资者情绪同样是REITs市场出现折溢价的重要原因。相对来说，REITs投资者中个人投资者的占比要高于直接投资不动产资产的个人投资者。因此，REITs二级市场的噪声交易者风险较高，对于风险厌恶型理性投资者，则会要求一定程度的折价，这种折价代表相对于内在价值的偏离。市场具体会表现出折价还是溢价，取决于各个因素的影响力。

REITs的折溢价程度受REITs管理水平、杠杆率、规模等因素影响。管理水平越高，过往表现越好，投资者越愿意为REITs支付相对于资产净值的溢价。杠杆率的差异可能导致产生不同的代理成本，在熊市和牛

市中，投资者对杠杆率的偏好不同，使各REITs的折溢价存在差异。REITs的规模同样会影响折溢价的水平，规模大的REITs往往有较好的流动性，有规模化和融资方面的优势，但由于底层资产的构成更复杂，投资者难以进行评估。REITs市场折溢价的实证研究结果如表14.2所示。

表14.2 REITs市场折溢价的实证研究结果

作者	时间（年）	样本	主要结论
巴克姆（Barkham）、沃德（Ward）	1999	英国REITs 1993—1995年	资本利得税率、公司规模、流动性和过往业绩影响REITs折价率；噪声交易者的参与增大了价格波动的风险，增大了REITs的折价率
克莱顿、麦金农	2001	美国权益型REITs 1996—1999年	杠杆率、公司规模、流动性的增加会增大REITs的溢价率；噪声交易者对REITs的溢价产生影响
莫瑞、贝内德托（Benedetto）	2009	意大利REITs 2003—2007年	对于根据公司杠杆调整后的资产净值，杠杆率越大，REITs的折价率越低
帕特尔（Patel）等	2009	英国REITs 1988—2007年	REITs折价率在20%附近波动，波动率的增大会增加风险溢价，从而增大REITs的折价率
比亚辛（Biasin）等	2010	意大利REITs 2006—2008年	更好的流动性、更高的杠杆率、股东大会的常规性召开可以降低REITs的折价率
帕蒂多尼（Pattitoni）等	2013	意大利REITs 2009年	分析师的评估不是导致REITs折价的原因

作者	时间（年）	样本	主要结论
布鲁恩等	2013	美国权益型REITs 2006—2008年	做空对REITs溢价具有重要影响
李（Lee）等	2013	S-REITs 2005—2010年	REITs的折溢价受投资者情绪影响。上一期的交易规模越大，REITs的溢价率越大
莫瑞、博卡林（Boccarin）	2016	法国、荷兰、英国REITs 2003—2014年	经营风险增加REITs的折价率，业绩表现好降低REITs的折价率

基于对全球REITs市场相关实证研究的总结与分析，我们可以得出这样一个基本结论：经过近半个世纪的发展，REITs市场不断发展、日益成熟，具体表现为完善的发行和退出制度、真实充分的信息披露以及成熟的投资者，这些都是提升REITs市场价格发现功能的关键因素。研究表明，全球大部分REITs市场具有较强的价格发现功能，为经济资源跨时间、跨地域和跨产业配置提供了长期有效的价格信号。

类REITs市场的定价问题

相比之下，目前中国境内类REITs产品在资产支持证券的框架下，通常进行结构化分层，从中国境内主流投资者角度看，类REITs优先级为固定收益类产品，主要体现为"债性"投资逻辑。而次级产品份额（被认为是权益级产品）的期间收益通常较低，多由原始权益人及其关联主体持有，银行、保险公司等传统保守型机构投资者的参与程度不高，同时，由于类REITs次级份额的流动性较低，且无明确的退出渠道，不能得到高净值个人投资者或其他权益类市场投资者的广泛认可。

实际上，类REITs定价和成熟市场标准化REITs定价存在很大差异。类REITs定价通常指的是优先级固定收益类产品的定价，而非基于资产估值的权益类产品定价。发行人与投资者关注、博弈的焦点在于优先级券种的发行成本，而非类REITs产品的发行规模。虽然优先级投资者也会考虑优先级发行规模占资产估值的比率，但并不是从投资收益的角度考量，而是从投资安全的角度考量。类REITs产品的优先级通常仅享有固定水平的投资回报，不参与资产增值溢价部分的收益分配，其定价参照债券定价，而非参照股票定价。目前，中国境内主要采用公开招标

（通常是荷兰式招标）的方式确定优先级的发行利率。

中国境内类REITs市场的发行利率是由金融市场中发行人的融资成本和投资者的收益诉求决定的。从发行人融资成本的角度考虑，发行人通常会基于类REITs产品的融资规模、使用期限、对财务报表的调节情况、对企业发展转型的支持程度等多个因素综合考虑发行成本的可承受性。从投资者收益诉求的角度考虑，由于中国金融市场中固定收益类产品的投资群体与权益类产品的投资群体的天然分化，固定收益类产品的发行逻辑不同于权益类产品，权益类产品的投资主要考虑预期收益的可获得性，而固定收益类产品的投资更侧重于考虑风险的可承受性。简单来说，类REITs产品的投资收益＝无风险利率＋产品风险溢价。无风险利率主要受宏观经济环境和市场流动性影响。影响产品风险溢价的主要因素有产品结构设计、资产情况和主体情况等。

在产品结构设计方面，目前中国境内类REITs产品优先级的主要投资者为商业银行，银行投资类REITs产品时主要考虑产品设计链条是否完善，以及能否从产品机制上保证本金与预期收益的收回，而非资产的增值情况。因此，由强主体全额担保的偏债型类REITs，在银行审批流程中更容易获得认可，发行成本相对较低；而依靠资产处置保障本金偿还的偏股型类REITs，由于处置流程的不确定性，银行对其风险溢价的要求更高。产品结构化分层是资产证券化产品中一种常见的增信措施，通常情况下，偿付顺序靠前的产品发行成本较低，偿付顺序靠后的产品发行成本较高。在产品设计中，分层过多的产品结构相对复杂，投资者在审批时会存在更多顾虑，不利于发行成本的降低。目前，中国境内类REITs产品主要分为3年期与5年期两类，通常情况下，固定收益类产品存在期限溢价，即5年期产品的投资成本理论上高于3年期产品。

类REITs是基于持有型不动产的资产证券化，因此，对目标资产的考查在投资者审批过程中是非常重要的关注点。总体来看，流动性较好、资产增值潜力较大的资产更容易受到投资者的认可。类REITs的发行机制通常会考虑资产的处置，由于商业地产（含商业物业、写字楼等）、租赁住房等底层资产的流动性和增值空间普遍高于工业地产、高速公路或其他基础设施资产，底层资产为商业地产和租赁住房等的类REITs产品的发行利率通常较高。考虑到类REITs产品存续期间资产价值的稳定性和收益性，经济发展程度较高、发展潜力较大区域的资产更容易得到投资者的认可，如长三角、珠三角地区的物业资产受认可的程度通常高于西北地区的物业资产。产品存续期间优先级的收益偿付主要依

靠资产运营带来的现金流，运营良好的资产更容易得到投资者的认可。

类REITs产品的发行人通常扮演原始权益人或增信方的角色，发行人（企业）所处区域的发展态势是否良好影响了投资者对产品风险的判断，经济发达区域的企业更容易获得投资者的认可。发行人公开的市场融资情况能反映历史上公开市场投资者对企业的认可程度，对产品发行存在一定影响；发行人主体的信用评级高，意味着发行人的抗风险能力和盈利能力强，发债融资成本低，从而有利于获得更低的发行成本。类REITs市场的发行利率如图14.2所示。

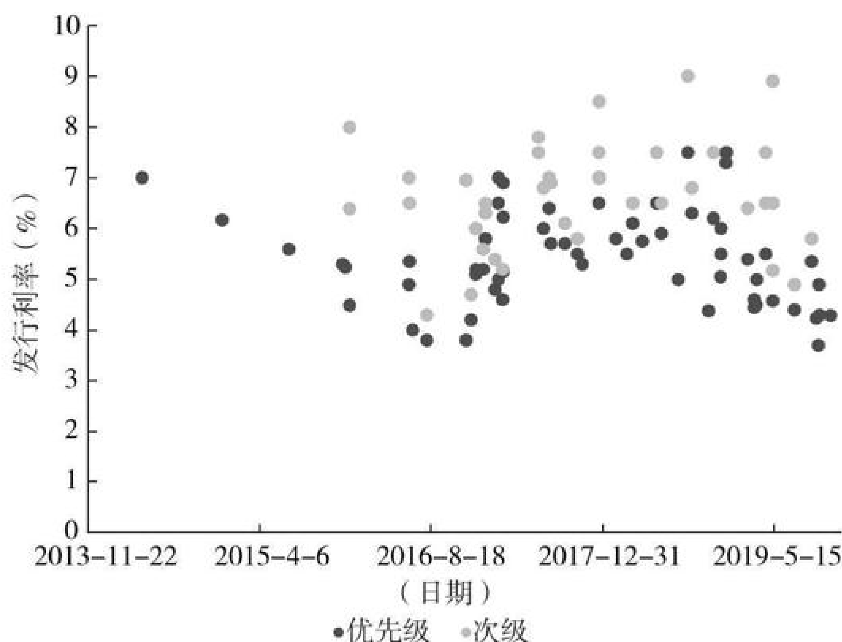


图**14.2** 类**REITs**市场的发行利率（深色为优先级）

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

类REITs的次级通常由原始权益人及相关主体持有，并不涉及与底层资产估值相关的次级的发行定价过程。对于少数对外销售的次级份额，由于类REITs产品对投资者数量、投资门槛以及交易平台的客观限制，当前市场参与者主要由少数产业投资者和机构投资者构成，私募属性仍较强，难以在发行过程中通过询价方式有效实现资本市场的定价功能，通常会通过与发行人的反复沟通确定次级规模，通过规模的调整达到其对次级投资预期收益率的要求。实际上，这已经步入权益级证券定

价的萌芽阶段，当有足够多的次级投资者参与到类REITs次级投资市场，投资银行可以采用与成熟市场类似的累计投标询价等机制对次级份额进行定价发行。

目前，中国境内对REITs基础资产估值方法的选择，依据的制度文件主要来源于两个方面：一方面是针对评估机构的指引。根据中国房地产估价师与房地产经纪人学会发布的《房地产投资信托基金物业评估指引（试行）》，“信托物业或者其同类物业通常有租金等经济收入的，应当选用收益法作为最主要的估价方法，并优先选用报酬资本化法。信托物业的同类物业有较多交易的，应当选用比较法作为其中一种估价方法”。另一方面是针对REITs产品管理人的指引。上海证券交易所、深圳证券交易所在关于资产证券化业务监管的相关问答中，对于底层资产涉及不动产评估的，均明确表示“建议选用收益法作为最主要的评估方法”。基于上述规定，中国境内REITs产品在实践中，通常将收益法（尤其是报酬资本化法）作为必备的估值方法，对于存在相对活跃的市场交易数据的资产类型（如写字楼、购物中心、酒店、公寓等），可以结合市场比较法综合确定估值结果。一般情况下，在同时采用收益法与其他估值方法来确定物业估值时，收益法的权重比例不低于50%。

结合境外成熟市场REITs与近年来类REITs的发展经验以及公募REITs的定价逻辑可知，公募REITs市场在定价方面的挑战首先来自基础资产的估值体系建设。多年来，伴随着中国境内类REITs市场的发展，相应的资产估值规范、评估机构的专业水平以及市场对REITs产品中资产估值重要性的认识均已取得长足进步。但随着中国境内公募REITs的渐行渐近，市场可能会进一步加速发展，同时对REITs产品的资产估值工作提出更高要求。总体来看，中国境内REITs市场下一步建设中，在资产估值方面主要面临以下新的挑战：

第一，估值规范体系需进一步健全完善。目前，中国境内类REITs产品中物业估值体系仍存在需进一步细化规范的地方。例如，估值方法在不同机构的运用过程中可能存在不合理差异；估值报告在格式与内容上缺乏统一标准，对重要信息的披露程度差异较大。应参照境外经验，逐步探索建立与REITs更加匹配的估值管理体系，涵盖评估机构与评估师资质要求、评估方法应用标准、估值报告内容要素、持续信息披露要求等明确指引。

第二，专业机构需加强对基础设施类资产估值的经验积累。过去，类REITs产品在资产类型方面以泛商业大类资产（写字楼、购物中心、

酒店、长租公寓等）为主。随着中国境内公募REITs的推进，基础设施将在接下来的市场发展中成为另一个主要的大类资产。与商业资产相比，基础设施在经营模式、现金流特征、经营期限等方面均存在较大区别，因此无论是在估值规则的制定层面，还是在专业机构的实践层面，都需要针对基础设施资产的特性，在既有商业资产估值的基础上做适应性调整。

第三，全市场需建立相对透明、公开的估值参照体系。中国境内REITs市场接下来可能快速发展，无论是基础资产数量的增加，还是在细分资产类型或所属区域的多样化，都对REITs产品估值的合理性、公允性提出了更高的挑战。因此，在全市场范围内逐步建立一个科学有效、公开透明的估值参照体系，对于从整体层面改善中国境内REITs产品估值质量的稳定性具有重要意义。例如，在商业不动产领域，资本化率能真实反映物业运营收入与资产价值之间的关系，客观体现投资者对租金收益回报的要求。因此，结合不同商业资产类型、不同区域，形成一套可供市场普遍参考的资本化率指标，对REITs产品基础资产估值将起到重要作用。

基础资产估值可以为REITs的发行定价提供有益参考，投资者对REITs产品的投资更多依靠其自身的专业判断。目前，中国境内类REITs市场的投资者多为固定收益类产品投资者，且主要集中于银行这类稳健型投资者，而公募基金公司中投资股票二级市场的权益类产品投资者对与不动产相关的类REITs产品并不熟悉，对房地产和基础设施的涉猎与实际投资操作也不广泛。总体而言，目前，中国境内机构投资者在与不动产相关的类REITs产品上的投资经验较为匮乏，其对权益型REITs价值的判断能力尚待提升。权益型REITs定价机制的设计可以参考成熟市场经验，也可以参照中国境内上市公司的定价经验，这并不是中国境内REITs市场发展的障碍。如何培育REITs市场，如何培养合格的REITs投资者才是现阶段更需关心的问题。

完善中国公募REITs市场的定价机制

从国际经验上看，作为一种具有权益属性的产品，公募权益型REITs在发行定价上存在两种机制，即固定价格机制和累计投标询价机制。固定价格机制是指在一定募集期内募足主管机关批准的募集额度，此募集额度与基础资产的估值相关，由投资银行确定后向投资者募集。

在固定价格机制下，存在确定的固定价格过高，导致投资者认购不积极，进而募集失败的情形；也存在确定的固定价格过低，导致募集规模相对于实际可募集规模小，影响发行人募集规模的情形。固定价格机制对投资银行对市场投资者的判断能力要求较高，在较不发达的REITs市场，可采用固定价格机制，通过多频次路演完成产品的发行。中国台湾REITs的发行采用固定价格机制。固定价格机制发行的好处是，定价逻辑相对简单，在中国境内推进公募REITs产品落地的初期阶段，有利于市场投资者对产品逻辑的理解；但是，其发行模式未能充分发挥公开资本市场的定价功能，对原始权益人参与公募REITs产品的积极性产生一定影响。

通过累计投标询价来确定REITs产品的发行价格是境外相对主流的定价模式。通过面向市场投资者的充分路演，确定投资者所能接受的分红派息水平，最终以一级资本市场认可的价格完成交易。这种发行定价机制相对于固定价格机制更复杂，需要市场投资者对REITs产品及其底层物业资产价值的理解与判断能力。从长期来看，有利于充分发挥资本市场的定价功能，提高原始权益人与投资者参与REITs交易的积极性。

如果中国境内公募REITs采取公募基金＋资产支持证券模式进行试点，那么其本质是向社会投资者募集资金而后投资于资产支持证券。在发行询价过程中表现出来的明显差别就是，境外成熟REITs和境内IPO市场的证券可以溢价或折价发行，即可以高于或低于拟发行证券所对应的面值；而公募基金份额，根据中国现有法律规定，只能按面值发行，折价（或溢价）不表现为公募基金份额的溢价（或折价），而是通过公募基金购买类REITs资产支持证券时所支付的对价来体现底层资产的市场价值。

由于公募基金份额只能按面值发行，导致传统的以价格为衡量指标的累计投标询价机制无从谈起。为了保障公募基金投资者的利益，充分利用累计投标询价机制的制度优势确定价格，不同于境外成熟REITs市场根据预期分红收益率确定发行价格，而应根据预期分红收益率确定发行量，从而对公募REITs的市场价值定价。换言之，应通过询量机制确定公募基金的募集规模，如果公募基金募集金额大，则说明投资者认可资产；反之亦然。具体而言，可以分为以下几个阶段：

第一，确定估值。参考专业评估机构的评估报告，发起人和主承销商协商确定底层物业资产的基准估值。特别地，主承销商应在相关书面文件中披露不同估值水平下底层物业资产对应的收益率。

第二，确定预期分红收益率区间。在这个阶段，承销团可以借鉴境外成熟REITs市场的经验，面向机构投资者召开一对一或一对多的路演推介会，同时，主承销商的卖方分析员深度分析物业资产所在行业的情形，为机构投资者的投资决策提供充分的信息。

第三，投标询量。如前所述，受公募基金份额等面额发行的限制，将一般发行机制下的投标询价改为投标询量。机构投资者向承销团提供报价信息，报价信息应包括最高认可募集金额和相应的申报认购量，并由主承销商汇总相应的报价信息，在相应的申报认购量超过最高认可募集金额一定比例（该比例等于事先确定的最低网上认购比例）的最高认可募集金额的范围内，根据一定规则确定最终募集金额。这里的一定规则既可以是简单的孰高原则，也可以是不超过一定市盈率的孰高原则。

第四，公开认购。网上初始发行量等于最终募集金额扣除网下认购部分，以提供给网上投资者认购，可以引入回拨机制，当网上投资者的有效申购倍数超过一定限额后，应从网下向网上回拨。当网上投资者的有效申购量低于网下初始发行量时，判定发行失败。

一个健康、有效的公募REITs市场能帮助投资者降低风险、实现收益，为投资者创造更大的价值。提升REITs市场信息有效性，抑制REITs市场投机行为，避免泡沫的产生，使REITs价格能反映底层资产的价值，不出现过高的溢价，对于一个健康的REITs市场具有重要意义。基于此，完善中国境内REITs市场的定价机制应关注以下问题：

其一，应增加REITs产品的透明度，强化REITs的信息披露。公募REITs作为以不动产为基础资产的特殊权益类产品，对REITs的主体和运营有很多限制和规定，如净利润的最低分配比率、最少股东人数、前五大股东的最大股权集中度、收入结构中来自不动产经营的最低占比、资产结构中持有不动产的最低占比等，这些规定使REITs成为合适的长期价值投资标的。通过完善相关信息的审计审查和信息披露，提高信息透明度，降低投资者和管理层之间的信息不对称程度，有助于帮助投资者建立注重内在价值的REITs估值和投研体系，有利于REITs市场进行价格发现，推动投资者进行长期价值投资。

其二，应进一步加大REITs投资者教育，特别是加强对机构投资者的培养。个人投资者教育是避免其跟风参与REITs投机的重要保障，在投资者教育的过程中，一定要避免宣传REITs投资是炒作房地产的替代方式，而应宣传其是一种高股息收益率、长期回报较高、有分散化价值的金融产品。对于机构投资者，应逐步加强其对REITs市场的理解，提

升其对REITs市场的投研水平，培养机构投资者的投资能力。由于具有高流动性，REITs的价格对不动产市场的宏观政策十分敏感，可能会产生比实际不动产市场更迅速、更剧烈的波动，这需要监管部门在房地产市场等相关宏观政策的制定中具有一致性，比起突发的政策变化，应逐步引导市场形成政策形成、政策风险的预期，让预期渐进地体现在REITs价格上，真正发挥REITs市场的价格发现功能。

其三，应在REITs市场建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度。不同于股票类证券，REITs的收益结构中，股息收益的占比远超资本利得，甚至达到总收益的80%。现阶段，中国不对资本利得征税，但存在股息税，基于股息征税的差异化税制可以降低短期投机者的收益，有效减少REITs市场的短期投机行为，使市场回归长期投资的本源。2015年，中国制定了上市公司股息红利差别化个人所得税政策，对于个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，持股期限在1个月以内的，其股息红利所得全额计入应纳税所得额；持股期限在1个月以上至1年的，暂减按50%计入应纳税所得额；而持股期限超过1年的，股息红利所得暂免征收个人所得税。我们认为，由于境内REITs的高股息率，这一政策将在REITs市场发挥更大的作用，值得在REITs市场进一步细化。

其四，应建立合理的交易机制，特别是建立行之有效的做空机制。相对于直接的不动产交易，证券市场交易的一大优势在于为做空提供了可能性。合理的做空机制能帮助REITs市场实现多空力量的平衡，使REITs价格不过分脱离其内在价值。在证券市场，常见的做空机制有两种，一种是允许投资者在现券市场融券卖出，另一种是建立对应指数的期货市场和期权市场，使投资者能利用期货和期权做空。从全球市场来看，美国、中国香港、日本、新加坡、英国等REITs现券市场都具有做空制度。我们认为，在中国境内REITs市场建设的初期，设立融券卖出机制比REITs指数期货、期权更合理有效。期货、期权市场采用杠杆交易，为部分投机者提供不动产投机的新渠道，在市场初期会加大REITs市场的波动，无法起到防范REITs泡沫的作用。相对而言，允许REITs成为股票、债券、证券投资基金以外的第四类融券标的，可以借鉴现有交易所关于融资融券的相关规则，在给REITs投资者提供做空途径的同时，降低融券卖出可能造成的风险。

建立健全完善的市场定价与资产估值机制，使REITs价格成为基础资产（不动产资产）定价的“锚”，是REITs市场建设的核心问题之一。

REITs和REITs基础资产的定价与估值具有共同的商业逻辑，从理论上说，其背后的原因在于两者的市场定价有相互锚定的关系。本章通过分析全球成熟REITs市场实践中的估值方法与定价逻辑，发现REITs市场具有价格发现功能，可以成为不动产市场定价的“锚”。首先，REITs市场价格与不动产价格的走势之间有高度的同步性和相关性，而且，REITs具备抵御不动产市场短期波动风险的能力，因此，REITs将成为投资不动产的优选产品。大量学术研究表明，全球大部分市场具有较强的价格发现功能，为经济资源跨时间、跨地域和跨产业配置提供了长期有效的价格信号。

目前，中国境内类REITs定价和成熟市场标准化REITs定价实际上存在较大差异。类REITs产品在资产支持证券的框架下，通常进行结构化分层，优先级为固定收益类产品。类REITs定价通常是指优先级固定收益类产品的定价，而不是基于资产估值的权益类产品的定价。由于当前市场的参与者主要由少数产业投资者和机构投资者构成，其私募属性仍然较强，难以在发行过程中通过询价方式，有效实现公开资本市场的定价功能。因此，完善中国境内公募REITs市场的定价机制，提升REITs市场信息的有效性，抑制REITs市场投机行为，使REITs价格能够反映底层资产的价值，是未来中国境内REITs市场建设的客观要求。基于此，我们对完善中国境内REITs市场的定价机制提出几点要求：首先，加大REITs投资者教育，特别是加强对机构投资者的培养；其次，提高REITs产品的透明度，强化REITs的信息披露，进一步完善估值规范体系；最后，逐步在全市场范围内建立一个科学有效、公开透明的估值和交易机制，例如，建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度等，对从整体层面改善中国境内REITs产品估值质量的稳定性具有重要意义。

---

[1] 一些设备和设施，如公寓的地毯、窗帘、洗衣机、洗碗机等，在会计处理上通常是资本化的，但这些设备和设施是不断折旧贬值的。

[2] 假设条件下，红利贴现模型的表达式是：$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DIV_i}{(1+r)^i}$，其中V是REITs的单位价值，DIV为年度分红水平，r为REITs的资本成本。如果假设红利的长期增长率为g，那么可简化为戈登股利增长模型：$V = \frac{DIV_1}{r-g}$。

[3] 报酬资本化法和直接资本化法来自资产评估业的定义，这两种方法分别是现金流折现（DCF）模型、相对估值法在资产评估中的应用。

[4] 资本化率＝ 运营净收益/资产交易价格。

[5] 隐含资本化率＝净营业收益（NOI）/（REITs负债＋REITs优先股＋REITs总市值）。

[6]　参见2018年中国房地产业协会金融专业委员会和戴德梁行联合发布的《亚洲房地产投资信托基金（REITs）研究报告》。

[7] Nareit，Valuing REITs in 2017：Stock Price Premium/Discount to Net Asset Value，2017-8-2.

[8] 事实上，封闭式证券投资基金的折溢价是学术界深入研究的现象。现实中，封闭式证券投资基金往往存在10%~20%的折溢价。与REITs不同的是，封闭式证券投资基金的基础资产的流动性要好于REITs的基础资产。

第十五章
投资者保护

REITs市场的平稳运行和健康发展离不开配套法律制度的规范、引导和保障。完善市场基础制度建设，推动投资者保护机制创新，推动有关主体落实投资者保护工作，是建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的市场，充分保护投资者权益的重要保障。建立完善的投资者保护机制，特别是针对中小投资者的保护机制，是中国REITs市场建设的关键问题。REITs的治理是投资者保护机制的基石，第十九章对此进行了深入的思考和分析。本章从市场监管的角度出发，就REITs发行的事前、事中和事后三个阶段，讨论与投资者保护相关的制度建设问题。

市场准入与投资者适当性管理

在REITs产品发行之前，对产品进行各个维度的事前审查是保护投资者权益的第一步。通过相关制度建设以及监管审核，统一产品标准，明确各参与方的资质，可以有效避免不合格资产或参与主体进入市场，从而维护市场秩序。

REITs产品的市场准入

设定REITs产品的准入标准可以把控市场交易标的的质量。无论是中国境内快速发展的类REITs市场还是刚刚起步的公募REITs市场，都正在或将要面临基础资产种类多样、产品设计思路繁杂的情况，产品的多样性在给投资者带来多种选择的同时，也意味着风险类型的多样，因此为REITs产品制定基本原则，使REITs市场在一定框架内发展是至关重要的。

首先是底层资产准入标准问题。任何可以产生现金流的不动产资产均可以进入REITs产品底层资产的选择范围，但这并不意味着所有的不动产资产都适宜被推向市场。产品结构设计的最终目的是使投资者享受

到底层资产产生的回报，对底层资产设定标准，可以从源头上保障投资者的投资收益。对于此类标准，有以下两点值得关注。

一是底层资产的权属。权属清晰是不动产作为REITs底层资产的前提。在目前中国境内类REITs市场，监管部门对REITs产品底层资产的权属有严格的要求，鉴于公募REITs和类REITs的底层资产具有互通性，未来公募REITs对底层资产权属的要求可以在相当程度上参考现行法规。虽然现行法规对REITs产品底层资产的权属有较为明确的规定，但仍有一些问题值得探讨。

底层资产可否在某些情形下被定义为股权？在中国现行的土地制度下，除出让用地外，还存在划拨用地、农村集体建设用地等其他性质的土地。从传统经验来看，除出让用地外，其他性质的土地均有一定的转让限制或被认为有产权瑕疵。但近年来，随着政策的不断变化，解决人民住房需求的租赁住房不断推出，此类资产很多是在划拨用地和农村集体建设用地上建设的。无论是从国家政策的支持力度还是从REITs的产品需求上看，租赁住房资产都非常适宜作为REITs的底层资产，但鉴于土地性质，此类资产的转让又存在一定的复杂性。此外，出于各种原因，出让用地也存在转让限制。根据目前类REITs以及未来公募REITs的产品制度，项目公司的转让将成为产品获得基础资产的主要渠道，前述土地转让限制往往不涉及项目公司的股权，因此从不同角度看待同样的底层资产，我们会对其权属是否合格产生完全不同的结论。针对此类问题的法律法规目前尚无明确标准，有待日后进一步解释。

公募REITs基础资产是否可以附带权利限制？根据现行法规，REITs产品的底层资产不能附带权利限制，[1]然而境外REITs市场规定，在符合一定条件的前提下，REITs可以通过外部杠杆进行物业并购或基金份额赎回等。[2]合理的杠杆水平可以在控制总体风险的情况下提高投资者的投资回报率，有助于保障投资者的投资收益，目前的相关限制在未来或有进一步调整的必要。

二是底层资产的稳定性。REITs对于不动产资产的作用如同股票市场对于公司的作用，是前期投资的退出通道，底层资产在经历了开发、运营等多个快速增值阶段，在进入REITs市场后会进入相对稳定的长期存续状态。通常认为，REITs市场的风险介于股票市场与固定收益类产品市场之间，其对投资者的主要价值是稳定的回报以及资产的保值增值，因为对底层资产的收益、运营时间、控制力等影响底层资产稳定性的因素进行标准设定十分有必要。

目前，中国境内类REITs市场对基础资产的稳定性有一定的定性要求，例如，中国证监会与住房城乡建设部联合发布的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》第十二条规定：合理评估住房租赁资产价值。房地产估价机构对住房租赁资产证券化底层不动产物业进行评估时，应以收益法作为最主要的评估方法，严格按照房地产资产证券化物业评估有关规定出具房地产估价报告。鉴于收益率是投资者对资产稳定性要求的核心关注点，此类政策体现了监管部门对于底层资产稳定性的关注。但总体而言，目前类REITs市场对底层资产稳定性要求缺少定量标准，市场更多以回报为主，投资者的收益保障不仅来自资产，还来自产品的原始发行主体。同时，类REITs产品更多地被认为是公募REITs产品的资产储备阶段，此类产品的发行不意味着原始权益人的完全退出，原始权益人大多仍保留了绝大部分次级份额，因此，对资产稳定性设立定量标准的市场需求也相对有限。

从公募REITs市场的角度来看，为底层资产的稳定性制定定量标准可能更迫切，在这个阶段，资产与原始权益人的关联将被削弱，在原始权益人退出后，如果资产不能稳定运行，投资者将遭受严重的投资损失。关于底层资产稳定性的定量标准的制定有两点可以作为参考。

一是底层资产的运营时间。从经验上看，经营性不动产进入稳定运营期通常需要2～3年的时间，通过对资产运营时间的整体要求可以保证在公募REITs市场进行交易的底层资产均经过了市场验证，对于运营时间不满足要求的资产，可以通过类REITs等资本工具进行对接，在资产的不同阶段为资产持有人提供多样的资本支持。

二是对底层资产收益率的要求。资产收益率直接决定投资者的投资回报率，对资产的收益率和收益来源进行规定是保护投资者的直接手段。收益率的定量需要将市场的供需关系与资产风险一并考虑。一方面，过高的资产定价会显著降低资产收益率，甚至影响资产的可持续经营能力；另一方面，考虑到不同资产所处的区位不同，市场对资产未来发展的判断不同，允许REITs产品上市时的底层资产收益率在一个合理的区间内上下浮动。关于收益来源，需要特别关注底层资产的收益是否来源于市场化收入，是否具备分散性以及可持续性。对于市场化运营的商业购物中心、写字楼等较为常见的资产，收益来源的界定相对比较清晰。但对于特殊资产，如工业厂房、输油管道、城市基础设施等，则需要关注收益来源的构成是否过于单一，是否受政策影响较大等。

其次是产品设计准入标准问题。目前中国境内类REITs的产品设计

遵循了监管部门颁布的相关法律法规，如《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》等，相关法规以及监管部门在审核产品过程中的相关指导总体上保证了类REITs产品在结构上遵循基本结构标准，即公募基金（仅限于公募REITs产品）、专项资产支持计划、私募基金、项目公司、底层资产的模式。但是，由于近年来中国境内类REITs的发展，市场内有大量机构参与，导致各市场主体推出的类REITs产品在总体一致的前提下，也存在细微差异。随着时间的推移，REITs产品逐渐由权益属性向权益级发展，未来的纯权益REITs或许需要对产品设计做进一步规范。

第一，针对REITs产品的特定规范。目前REITs产品的设计在框架上已经存在一定的规范性文件，但专门针对类REITs产品或公募REITs产品的规范性文件尚未出台。目前针对类REITs产品的规范多将其划归为资产支持证券大类，由统一的大类监管规章进行规范，但类REITs产品具有较强的权益属性，且是公募REITs的前置性产品，单独对此类产品进行特别规范将有助于对风险的防范。

第二，针对重组设定标准化流程。REITs产品的重组需求是其区别于市场其他大多数证券化产品的主要特征之一，REITs的重组工作是否完善直接决定REITs产品发行上市后的稳定存续。目前，市场的重组包括重资产剥离、轻资产反向剥离、股权置换等几种方式，其中涉及法律、财务、税务、工商、房地产等多个专业或部门，虽然REITs的产品形式已越发成熟，其架构也有市场规律可循，但重组环节并无统一的文件规范。在类REITs的重组环节，原始权益人往往对产品负有强制性兜底义务，因此可以为投资者降低一定的风险，如果资产未经标准的重组环节就进入公募REITs市场，有可能会因税务或法律方面的瑕疵在产品存续期间遇到风险。

REITs业务主要参与者的资质审核

REITs业务的参与主体均需要具备相应的基本资质，确保市场机构有足够的专业能力是保障投资者合法权益的必备条件。在成熟的REITs市场，监管部门对REITs业务的参与主体制定了资质要求。例如，在美国市场，REITs的公开发行必须向美国证券交易委员会（SEC）注册，由该机构对REITs管理人的资质进行适格性审查。普遍认为，未来中国境内REITs更接近新加坡公募REITs，S-REITs市场在《房地产基金指引》（Property Fund Guidelines）中直接具体明确了对管理人的资格需求，

该指引的第二条规定:上市房地产信托基金管理人应在新加坡有固定办公场所并应有不少于100万新加坡元的股东资金……管理人应有：1.常驻首席执行官；2.至少两名全职专业雇员。

因为中国境内REITs市场的特殊性，资产管理人的角色并非单指某类特定机构，而是数个主要参与机构的统称，其中包括公募基金管理人、专项计划管理人（证券公司及基金子公司）、私募基金管理人、信托公司、物业运营方等。在公募REITs市场，公募基金是投资者对接的主要主体，专项计划是现行法律框架下的载体（在类REITs产品中，专项计划管理人为产品的申报主体），私募基金或信托为资产的直接持有人，物业运营方为物业的主要运营管理者。

一方面，公募基金、专项计划持牌机构、私募基金、信托可被归为产品结构中的主体以及资产的直接持有人，其中各个机构通过直接或间接持有份额连接成一个整体。对于此类管理人的资质审核可以参照美国、新加坡、中国香港等市场，对REITs管理人的具体要求进行规范或建立白名单制度，在中国境内公募REITs早期阶段，针对此类机构中具有较强专业能力的机构，试点性地单独开放此类业务。值得注意的是，由于在REITs产品中，此类机构的角色存在重合，各个机构的协同需要予以明确的规范，以防止因机构壁垒导致产品的设立以及存续过程产生问题从而损害投资者利益的情况发生。另一方面，物业运营方作为底层资产的主要运营方，承担着经营物业、保障物业稳定增值的重要任务。对于此类服务机构的资质审核需要区分行业，考察其在行业内的历史业绩以及合规运营情况，针对国家特许经营的相关行业，还需审核其是否具备该行业的运营资质。

REITs产品的设立需要经过财务尽调、法律尽调、现金流测算、估值等多个环节，因此需要律师事务所、审计师事务所、评估师事务所等多种中介机构的参与，在类REITs产品、需要对外负债的公募产品的设计中，还需要信用评级公司的参与。鉴于REITs产品的设计较为复杂，该类工作存在标准差异，同行业不同的机构可能会对同一类专业事项给出不同的工作报告，如果因机构的专业能力较差或者其他原因导致机构给出的工作报告显著偏离市场水平，则会给投资者的判断造成混淆，使投资者蒙受损失。

中介机构尺度不同导致对资产的判断不同并不是REITs产品独有的问题，在金融市场，此类问题普遍存在。要解决这类问题，应出台针对REITs产品的定量分析指标，要求各机构公开工作过程或有效途径，同

时监管部门应对中介机构进行针对REITs产品的资质审核，鼓励信用良好的中介机构优先开展相关工作，避免劣币驱逐良币的情况发生。

针对REITs业务主要参与人员的资质审核同样可以参考国外经验，对人员在不动产行业的从业年限以及经历做出要求。从中国市场的现状来看，REITs业务的参与机构种类繁多，相关机构从业人员在金融市场均有一定的从业资质要求，例如，证券公司从业人员需要拥有证券从业资格，基金公司从业人员需要拥有基金从业资格，根据现行法规的要求，未来公募REITs设立基金还需要设立基金经理的职位。

REITs行业是与不动产开发、建设、运营高度相关的专业行业，传统的金融从业人员未必可以直接胜任REITs领域的相关工作。就公募基金来说，其任职人员的规范标准主要是为证券投资目的服务，要求基金经理拥有3年以上的证券投资经验，[3]但在REITs市场，公募基金与二级市场交易中的公募基金有本质的区别，现有框架下的人员从业资质或许无法满足未来公募REITs市场的人才需求。因此，针对REITs行业建立具有针对性的人才资格体系，为具有金融及不动产相关行业从业经验的人才进行资质审批是中国境内REITs市场建设的重要内容，专业的人才队伍是为REITs市场的投资者提供全方位专业服务的基础，也是投资者保护工作的重中之重。

投资者适当性管理

目前，中国境内类REITs市场的主要投资者与固定收益类资产的投资者有很高的重合度，中国境内此类产品的投资机构均有严格的内部管理机制和风控流程。相对来说，中国境内针对公募REITs市场的投资者适当性管理办法较少被提及。公募REITs产品以不动产为底层资产，为次级，其风险通常介于股票市场与债券市场之间，相对于股票市场，不动产物业的经营模式通俗易懂，辅之以强制分红等监管措施，风险较低，但也不能忽略其权益属性，在公募REITs市场，主体信用与资产信用的连接被逐步削弱，此类产品的投资者的风险偏好也应高于固定收益类产品。

在中国股票市场以及固定收益类产品市场，有较多的相关法律法规对投资者的适格问题进行规定，在此不做展开论述。需要注意的是，目前公募REITs以公募基金为载体会导致REITs投资者的适当性管理与原有公募基金投资者的适当性管理重合，但正如前文所述，REITs市场既不

同于股票市场，也不同于债券市场，在中国境内REITs市场的建设中，应针对REITs市场建立一套单独的投资者适当性管理体系，将风险偏好和风险承受能力合适的投资者引入对应的市场。

存续期间管理的重点在于信息披露

REITs产品绝大多数时间处于存续期，对产品存续期间的管理有助于保障资产的平稳运行。REITs产品存续期的管理主要分为三个环节：信息披露环节，保障投资者的知情权；合规监管环节，确保产品的参与主体依法依规参与交易；投资者参与决策环节，保障投资者有权参与投资管理，依照法律规定对其投资行使应有的权力。

信息披露机制

鉴于REITs产品，特别是中国境内REITs产品结构的复杂性，绝大多数投资者在REITs存续期间需要依赖披露的信息作为投资交易的判断依据。同其他证券市场一样，REITs市场的信息披露也应遵循真实、准确、完整、及时的原则，在具体方法上，应发布定期信息披露报告和临时信息披露公告。

首先是定期报告机制。定期报告机制，有助于投资者定期全面地了解REITs的整体情况，这种报告形式在中国香港和新加坡市场均有成熟的相关规定，值得中国内地市场学习借鉴。香港在《房地产投资信托基金守则》中强制REITs进行每年两次的信息披露并报香港证监会备案，报告分为半年报以及年报。香港为此专门在《房地产投资信托基金守则》中制作了一节附录，详细阐述了对两份报告涵盖内容的要求，其中年报需要包含基金经理对REITs运营情况的总结、房地产信托基金当年度的交易情况、估值报告、受托人报告、REITs支付的佣金以及服务费用、关联人持有份额情况、新发行基金份额数量以及REITs的财务报表。其中，财务报表中的资产负债表又细化为资产负债表、收入表、现金流量表、分派表、资本账调动表（用来记录基金当年度的盈亏变化）、会计政策以及注释说明、审计意见、业绩表。对于财务报告中所包含的八类表单，该附录又详细列明了60余项具体的披露细节要求，可谓事无巨细。半年报则相对简单，仅需要披露财务报表以及有关基金运营的基本信息。2005年，领汇房地产基金在香港挂牌上市，其用于风险

披露的内容长达20页，共有五大类共计48项风险提示，虽然上述报告并非REITs存续期间的报告，但由此可见信息披露在成熟REITs市场的重要性。

S-REITs市场在《新加坡房地产基金指引》中也用专门的条款详细列明了其对REITs信息披露的要求，与H-REITs市场不同的是，其降低了定期报告的披露频率，特别说明被定性为REITs的基金仅需披露年报，不适用于《集体投资计划守则》[4]中关于半年报的披露要求。除没有以附录的形式详细列明具体每一项披露内容的要求外，新加坡对年度报告的披露要求与中国香港相似，在此不再赘述。

值得注意的是，无论是新加坡市场还是中国香港市场，在定期报告中对外部评估以及审计的要求均以年度为频次，即便是要求半年报的香港市场，在半年信息披露时也没有要求外部机构对相关工作发表意见或提供结论。可见，信息披露对投资者至关重要，但成本控制也是信息披露环节中需要考量的重要因素，信息披露的质量不能降低，同时信息披露的成本也会影响基金的业绩，全方位考虑该问题才能全面保障投资者的权利。

简言之，定期报告机制包含的内容可分为4点：基金运营的总结与展望；基金持有资产的现状及变化情况；基金自身价值的变化情况；基金的财务状况。这4点可以作为中国境内REITs定期信息披露的出发点，根据中国境内实际情况进行变通，建立中国境内REITs市场的定期报告机制。

其次是临时公告机制。相对于定期报告，临时公告旨在让投资者及时知晓REITs发生的变化，并据此进行相应的投资安排。H-REITs市场对临时公告机制的规定较为细致，其要求公告的事项可以归纳为7点：持有人需要批准或参与决策的事项；财务预期发生的重大变化；关联交易；变更产品主要参与方；在短期（12~24个月）内频繁交易同一资产；重大运营决策（如分红派息、投资计划、增发、并购、收费等）；重大不利事项（如重大诉讼、负债率超标、退市等）。详见香港《房地产投资信托基金守则》中关于“公告”的内容。

目前，中国境内关于资产证券化产品的临时公告机制更多地适用于固定收益类产品，除重大不利事项以及现金流严重下降需要公告的要求与香港类似外，内地市场更多地关注信用等级调整、增信措施调整、现金流归集异常等事项。对中国境内未来的公募REITs市场来说，目前临时公告机制的覆盖面还需要进一步扩大，以为投资者提供更丰富、及时

的投资信息。

存续期合规监管

在REITs存续期间的持续监管有助于保障投资者的长期利益，确保底层资产的原始权益人和市场的其他参与主体持续依法合规地履行法律规定的或约定的义务。同时，存续期的合规监管是对产品上市审核的验证，可以发现底层资产在上市过程中未暴露的问题，并就相应情况进行对应安排。

首先，应关注对原始权益人的监管。虽然成熟REITs市场的产品多为公募权益型REITs，产品与原始权益人之间的联系会逐步被削弱，但同公司IPO一样，底层资产的提供方对资产的实际情况往往最了解，也是资产上市的最大受益方，公募REITs产品的发行不应等同于资产的交易已经完成，对原始权益人进行持续的监管十分有必要。

对原始权益人的监管可以分为5个维度。第一，对原始权益人上市前信息披露的持续跟踪复核。将存续期监管作为上市审核的后置程序，可以关注在资产上市之后，物业现金流现状、收益增长率、物业质量以及其他情况的上市前预期与实际情况是否相符。第二，对有关原始权益人的交易情况进行监管。重点检查原始权益人在REITs存续期间是否存在不当的关联交易，REITs底层资产交易涉及的物业体量大，金额高，单次交易可能会对REITs的运营造成较大的影响，因此，从成熟市场的经验来看，监管部门均将关联交易作为REITs存续期监管的重点，对交易的评估方式、披露形式、投资者参与决策流程均有详尽的规定。[5]第三，关注原始权益人对承诺事项的履行情况。在REITs上市过程中，底层资产所处情况存在差异，原始权益人对资产提供合理增信安排（主要针对期间回报率）以增加产品吸引力的情况十分常见，例如，香港开元产业信托约定由开元酒店对底层资产进行整租（租金每5年调整一次），越秀REIT约定由越秀地产对其底层资产进行为期约5年的期间收益补足等。结合中国境内类REITs产品多种多样的主体增信方式，在可以预见的将来，原始权益人增信也会是公募REITs产品包含的重要元素，差额补足、整租、业绩对赌等方式很可能成为相当一部分REITs产品上市过程中的核心条款。在这样的背景下，原始权益人是否履行前述义务将直接对REITs的当期回报甚至其资产价值产生长远影响，因此该方面义务的履行是重点关注领域。第四，对其他重大违法违规事项的监管。鉴于REITs结构的复杂性以及原始权益人对产品较大的话语权，在

REITs存续期间或应进行定期以及不定期的监管监察，全方位对产品与原始权益人之间的各方面联系进行梳理核查，对重大违法违规事项进行相应的预防。第五，强制利益绑定机制。在REITs资产上市后，可以通过监管法规强制要求企业保留一定的资产份额，使其与投资者共同获取利益，承担风险，从本质上将原始权益人与投资者的利益统一起来，以达到对投资者利益的维护。

其次，应关注对REITs管理人的监管。鉴于中国境内REITs市场的特殊性，公募基金、专项计划持牌机构、私募基金、信托、项目公司在不同维度上分担了REITs管理人的部分职能。在REITs管理人的存续期监管中，各个机构应建立互通机制，整体以REITs管理人的身份履行管理人的职责。虽然中国现行法规中暂无专门针对REITs管理人整体的法律法规，但总体看来，《证券公司企业资产证券化业务管理规定》中对计划管理人的监管规定可以作为未来相关监管的立法基础，通过对管理人的规范，达到间接保护投资者的效果。

总体而言，REITs存续期间对管理人的监管可分为两点：一是对REITs管理人进行持续的适格管理。各REITs参与机构应当持续具备REITs管理人资质，同时，不得触发特殊情形（如原始权益人与证券公司互持股份超过一定比例或有其他重大关联关系）。二是对REITs管理人依规定开展相关工作的监管。REITs管理人应依照法律规定进行定期以及不定期的信息披露，按要求召开持有人大会，依法依规聘请REITs中介机构，为REITs建立现金流归集及分配体系并根据情况持续完善。就公募REITs来说，还有两点需要特别关注：管理人是否按规定进行强制分红；管理人是否根据法律法规严格将公募基金的负债水平控制在法定范围内。

再次，应关注对市场中介机构的监管。对REITs市场中介机构的监管，有4点值得重点探讨。一是中介机构的持续适格管理。各中介机构应通过事前审核机制，并持续保有从事该业务的牌照，以从事该业务。二是服务期限监管。针对服务期限的监管，在这里主要针对公募REITs，不同于传统固定收益类产品和类REITs产品，公募REITs的存续具有长期性。鉴于中介机构的工作为对产品和资产发表公允的第三方意见，长期服务于同一客户或资产可能会引起业务上的依赖性，从而导致中介机构的意见有失公允，对中介机构服务期限的监管可以有效避免相关风险。例如，S-REITs市场的监管规则不允许评估师连续2年以上评估相同物业，而H-REITs市场则将这个期限定为3年。在达到规定服务期限

后，必须强制更换评估师，以保证物业评估的公允性，而以前的评估师在未来可以再次被选为该项目的评估师。[6]三是中介报告的结论比对。针对中介机构出具的报告，可以采用一定的标准对其结果进行比对。以新加坡为例，其监管部门规定在底层资产交易过程中，如果存在两个以上由不同评估师出具的不同评估结果，则最终交易的公允评估必须采用多份报告的平均值。[7]在关联交易中，REITs从关联方购买物业的，应取不同评估报告的最低值，REITs向关联方出售物业的，应取最高值。[8]四是成本控制。中介机构的费用属于REITs的成本，控制费用等同于增加投资者的投资回报率，为了避免中介机构高收费导致REITs回报率降低，可以采用费用总额控制的方式。以新加坡为例，其评估师的年度评估费用不得超过20万美元。[9]

最后，应关注对物业运营管理人的监管。相对于REITs管理人和市场中介机构较强的金融属性，物业运营管理人偏重于商业实质管理。对此类机构的监管可从两个方面着手。一方面是多部门联合监管机制。物业运营管理本身的金融属性较弱，单靠金融监管部门去约束底层资产服务商较难做到全面、专业的监管，引入其他与不动产开发运营管理监管相关的职能部门，对REITs物业运营的合规性进行监管，会有更高的效率和针对性。另一方面是强化REITs管理人的内部管理。如前文对REITs管理人资质的论述，未来从事中国境内REITs业务的管理人需要具备一定的不动产行业知识，甚至拥有不动产开发运营经验的职员。让有经验的REITs管理人对物业运营管理人进行间接监管，将对物业运营管理人的良好管理作为对REITS管理人的强制监管的监察内容，以达到全面监管的最终目的。

投资者参与决策机制

除了监管部门和市场各机构各尽其职、通力合作外，让投资者直接发表意见，参与投资决策是更直接有效的投资者保护手段。就投资者参与决策的途径而言，持有人大会制度是直接、有效的方式。

目前，中国境内类REITs市场对持有人大会制度有较为详细的规定，在类REITs产品中，持有人大会拥有对产品本身、物业处置的最终决策权。但需要注意的是，目前中国境内类REITs产品的持有人大会制度并不适宜直接应用于未来公募REITs产品，主要原因在于类REITs产品的固定收益属性与公募REITs的权益属性有着一定的投资壁垒。例如，目前中国境内大多数类REITs产品约定的基金持有人大会的通过条件为

参会人员甚至全体人员的2/3以上同意，这主要是考虑到投资者均有要求产品到期还本付息的权利，对产品的任何调整或变更都应当经过绝大多数投资者的同意。但对于公募REITs产品，因为投资者持有的份额在市场上有较高的流动性，且风险偏好相对固定收益类产品投资者高，对基金持有人大会要求过高的通过比例反而不利于此类产品依据市场形势做出快速反应，从而不利于对投资者的保护。

另外，未来连接投资者与底层资产的公募基金持有人大会在中国现有的法律框架下参与基金管理的频率相对较低，股票类公募基金往往只在股票剧烈波动或基金遭遇大额赎回而被迫清盘时召开基金持有人大会，基金持有人大会的常设机构受限于“不能干涉基金的投资管理活动”，作用较小，公募基金主要的投资决策高度集中于基金管理人，特别是基金经理。鉴于公募REITs中公募基金的角色不同于其在传统二级市场股债投资中的角色，更多的是投资者投资渠道的法律载体，因此公募REITs中投资者参与决策的力度应当显著高于目前其他品类公募基金的持有人大会。

从本质上看，上市公司股东大会的决策流程与公募REITs持有人大会的决策机制更相似，从国际经验上看，全球最大的REITs市场所在地美国就直接将公司作为REITs的法律载体，将REITs的持有人大会与股东大会的决策机制相统一，取得了良好效果，虽然中国公募REITs载体与美国REITs载体在法律形式上有本质不同，但从投资者参与决策机制上看，引用股东大会的理念，对公募基金持有人大会的决策机制进行改善，不失为一种切实有效的解决方法。

REITs市场违法违规追责

对市场违法违规的追责是投资者保护的最后一道防线，通过对不法行为的追溯处罚，增加违法成本，可以有效震慑破坏市场秩序的主体，增加投资者信心。如本书前文所述，原始权益人是资产上市过程中最大的利益相关方，通过REITs上市，原始权益人可获得资本退出，享受物业最终的增值收益，打通企业自身投融管退的基本产业链条。在资产上市之后，除约定的增信措施或持有的份额之外，原有资产与原始权益人的关联度逐渐降低，这也可能增加原始权益人在物业上市阶段违法违规的动机。此外，在REITs运行过程中，还存在原始权益人通过关联交易损害投资者利益的可能性。对于前述行为，可以通过相应的追责体系进

行约束：第一，如果物业在上市后不能达到预期的经营状况，原始权益人应当承担责任，在这种情形下，原始权益人相当于售后服务的提供者，对其提供的不达标产品应当进行一定救济。第二，对于严重的数据造假行为，原始权益人应当进行交易对价的部分甚至全部退还，不同于公司自身上市，资产上市意味着发行人在上市资产外仍然有存续的公司主体，因此这方面针对主体的退赔机制也同样具有可行性。第三，对于物业发生重大质量事故或存在其他重大安全风险的，原始权益人以及其实际控制人应当承担终身连带保证责任，在严重后果发生时应当交由司法机关进行刑事处理。

对于市场参与机构的追责可关注相应几点：首先，对应市场准入白名单机制，建立REITs市场黑名单机制，对于在资产上市以及存续阶段严重失职的管理人、中介机构、相关从业人员，应当建立牌照吊销机制，将不适格的主体排除在REITs市场之外；其次，对于严重违反规则造成投资者损失的机构，应当要求对投资者承担赔偿责任。最后，针对严重违法甚至犯罪行为，应当追究机构以及从业人员的刑事责任。

除了监管处罚以及过失主体的赔偿义务之外，投资者保护基金也是值得讨论的一种救济方式。鉴于在市场追责过程中，可能会存在原始权益人以及各市场参与主体偿付能力不一的情况，可以通过强制原始权益人、市场参与机构甚至监管审核主体将获利或收费按一定比例缴纳至基金，在该市场违法主体丧失赔偿能力的情况下按照一定比例提供赔偿，增加投资者获得救济的途径，进一步降低投资者遭受不法侵害时所遭受的投资损失。

建立完善的投资者保护机制，特别是针对中小投资者的保护机制，是中国境内REITs市场建设的关键问题。目前中国境内投资者的法律保护机制尚未健全和完善，主要体现在资产权属不明、REITs组织形式法规缺乏、信托受托人职责规制的法律不足等方面，因此，构建REITs投资者保护机制，在REITs发行的事前、事中、事后三个阶段都应体现保护投资者权益的基本原则和要求。

具体来说，REITs事前审核机制是维护市场秩序的前提。通过相关制度建设以及监管审核等有效手段，制定REITs产品的市场准入条件和产品设计准入标准，加强REITs业务主要参与者的资质审核工作，明确各参与方资质，对投资者进行适当性教育与管理，可以有效避免不适格的资产或参与主体进入市场，降低投资风险。REITs产品存续期管理体系的建立是保护投资者合法权益的核心。未来REITs市场的进一步发展

应更加注重防范产品风险，加强对投资者的保护。目前中国境内类REITs产品通常有明确的产品存续期，存续期间流动性较差。在存续期间，成熟REITs市场上的基金管理人会通过主动管理，让REITs保值增值，而中国境内类REITs在存续期间主要以资金安全为主，对资产本身的管理较少。REITs产品存续期的管理可主要分为三个环节，第一，信息披露环节，保障投资者的知情权；第二，合规监管环节，确保参与产品的各个主体依法依规参与交易；第三，投资者参与决策环节，保障投资者有权参与对投资的管理，依照法律规定对其投资行使应有的权力。REITs绝大多数时间处于存续期，对产品存续期的管理有助于保障资产的平稳运行。REITs市场违法违规追责与法律救济机制是投资者保护的最后一道防线，通过对不法行为的追溯处罚，增加违法成本，可以有效震慑破坏市场秩序的主体，增加投资者信心。

总之，事前设定明确的行业准入标准，对各参与方进行资质审查；事中规定明确的披露机制以及明确投资者权利；事后严格执行监管追责机制的制度建设，可以为未来中国境内REITs市场的投资者提供较为全面的保护体系。

---

[1] 《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》第十条：专项计划的基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。

[2] 根据《新加坡房地产基金指引》第九条，房地产信托基金可以用其底层资产为对外借款进行担保。

[3] 参见《证券投资基金管理公司高级管理人员任职管理办法》第十四条。

[4] 《集体投资计划守则》是新加坡关于公开募集投资产品的规范性文件，《新加坡房地产基金指引》为该守则的附件之一。

[5] 详见《新加坡房地产基金指引》第五条以及中国香港《房地产投资信托基金守则》第八章。

[6] 《新加坡房地产基金指引》第八条第三款F项；中国香港《房地产投资信托基金守则》第六章第十条。

[7] 《新加坡房地产基金指引》第八条第六款。

[8] 《新加坡房地产基金指引》第五条第一款D项。

[9] 《新加坡房地产基金指引》第八条第三款A项。

第五部分

基础资产类别REITs的分析与展望



第十六章
基础设施REITs

REITs起源于房地产领域，随着市场的不断发展，其适用范围不断扩张，基础资产逐步涵盖通信设施、电力配送网络、高速公路、污水处理设施及其他能产生长期稳定收入的基础设施资产。投资于基础设施资产且具备REITs核心特征的金融产品，我们统称为基础设施REITs。

在中国基础设施的传统投融资模式下，存在投资效益不一、融资渠道狭窄、资本退出困难等问题，REITs作为与基础设施高度匹配的创新金融工具，具有盘活存量资产，降低企业和政府杠杆率，提升资源配置效率，促进金融市场发展的作用，能有效发挥市场的价格引导作用，优化基础设施领域现有投融资模式。

美国、澳大利亚与印度基础设施REITs现状

由于经营性基础设施资产具备收益稳定的特点，REITs或类似产品在海外基础设施领域得到广泛应用，包括美国业主有限合伙（Master Limited Partnership，简写为MLP）基金、澳大利亚上市基础设施基金（Listed Infrastructure Fund，简写为LIF）等，印度还专门就基础设施投资信托基金（InvITs）推出了专项法规。这些金融产品的规则存在差异，产品各具特性。市场规模不同，但都具备REITs的核心特征。

美国

美国是REITs的诞生地，也是REITs运作模式最成熟、市场最发达的国家，其REITs产品种类、数量和资产规模在全球市场占主导地位。通过REITs为基础设施融资，在美国也属于一项相对较新的尝试。2007年，美国国家税务局在给美国电力基础设施联盟的批复函中确认了基础设施可以成为REITs的合格资产，这一批复函确立了REITs投资基础设施的合法性。基础设施REITs的资产主要包括光纤电缆、无线通信设施和

能源输送管道等。

截至2019年6月，金融时报指数公布的美国基础设施REITs共有5只（见表16.1），总市值超过1 700亿美元，占美国上市REITs总市值的15%左右，资产以无线通信设施为主，如美国电塔公司（American Tower Corporation，简写为AMT）在2012年正式转型为公司型REITs，持有、经营和发展有线和无线广播通信资产，总市值已超过900亿美元。

表16.1 美国5只基础设施REITs

名称	类别	资产描述	市值（亿美元）	分红收益率（%）
冠城国际公司（Crown Castle International Corp.）	无线通信	无线基础设施，包括通信塔及分布式天线系统（DAS）	541.9	3.3
美国电塔公司	无线通信	主要提供通信塔租赁业务，也提供分布式天线系统的租赁管理	903.7	1.6
SBA通信公司（SBA Communications Corporation）	无线通信	拥有和经营通信塔业务	254.6	—
CorEnergy基础设施（CorEnergy Infrastructure Trust）	能源基建	美国中上游能源基建资产	5.1	7.6
Uniti集团公司（Uniti Group Inc.）	无线通信	拥有和经营通信塔业务	17.9	19.5

资料来源：彭博。

在REITs产品之外，美国基础设施领域还有另外一种较为典型的产业投资基金——业主有限合伙基金，是一种在证券交易所公开交易的有限合伙基金，结合了有限合伙的税收优势及公开交易证券的流动性优势。业主有限合伙基金有两种合伙人——有限合伙人和普通合伙人，其中普通合伙人居于主导地位，负责基金的日常管理和运营。

美国业主有限合伙基金多采用特拉华州有限合伙结构。在典型的业主有限合伙基金组织架构中，要求至少有一个普通合伙人和一个有限合伙人，发起人会持有和控制普通合伙人份额，也会持有部分有限合伙人份额。公众投资者则持有有限合伙人份额。普通合伙人的董事主要由发起人任命，且对独立性无严格要求，但会有独立的审计委员。有限合伙

人通常无权选举董事，且无年度会议要求，有限合伙人只对有限的事项进行投票。业主有限合伙基金典型的组织结构如图16.1所示。

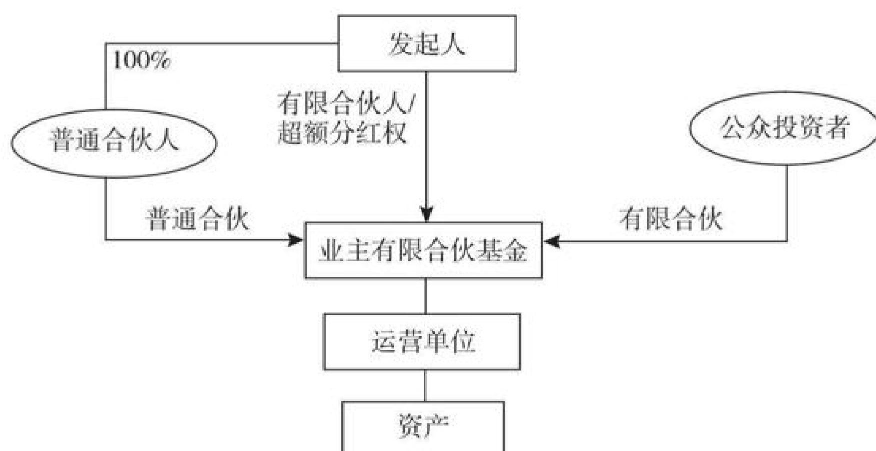


图**16.1** 业主有限合伙基金典型的组织结构

根据分红政策的不同，业主有限合伙基金有两类结构，一类为传统业主有限合伙基金，其有限合伙人份额包括普通份额（common units）与次级份额（subordinated units），并附带超额分红权（IDRs），每季度分红会参照约定比率逐步增长，超额收益将在特定有限合伙人中分配，因此，其份额会进行结构化。另一类为可变分配业主有限合伙基金，其有限合伙人份额均为普通份额，该类业主有限合伙基金按照运营实际产生的可分配现金流每季度进行分配，不考虑平滑季度分配收益，所有有限合伙人按比例进行分红，其季度分配可能是波动的。

美国业主有限合伙基金是基于税收优惠政策产生的投资形式。该结构在1981年以公开上市合伙（Publicly Traded Partnership，简写为PTP）企业的形式出现，1987年，《美国税法典》第7704章对PTP类型的业主有限合伙公司的税务做出了规定。7704（a）条款提出公开上市合伙企业的结构若无法满足7704（c）条款，则应视为公司，适用联邦收入税，但如果满足7704（c）条款，则仍可以作为合伙企业，享受相关税收优惠政策，即若公开上市合伙企业90%以上的收入是合格收入（qualifying income），则该公开上市合伙企业仍按合伙企业享受税收中性政策，避免双重征税。合格收入主要来源于基于合格资产（qualifying resources）的合格商业活动（qualifying activities）。就基础设施业主有限合伙基金而言，合格资产主要是自然资源，包括石

油、天然气、煤层气、煤、砂石、石化产品和木材等，合格商业活动包括开采、开发、生产、加工、精炼、存储和运输等。这是业主有限合伙基金税收待遇的核心规定，需留意的是，税法并没有对分红比例制定强制要求，这也是业主有限合伙基金与REITs在税务规定上的最大区别。

虽然税法并没有对业主有限合伙基金的分红提出要求，然而为了吸引投资者，匹配基础资产产生稳定收入的特点，业主有限合伙基金在上市的招股书中会强调分红政策。对于传统业主有限合伙基金来说，会提出保持一个适度增长的每季度分红政策，这时，业主有限合伙基金会预留一部分现金或借贷空间，以保证季度运营现金流不足时，分红的稳定增长不受影响。可变分配业主有限合伙基金往往会将运营所产生的现金流全部用于分配，而无须预留资金来平滑后续分红金额。由于分红政策的不同，两类业主有限合伙基金在资产构成上也各有侧重，运营策略也会有所不同。可变分配业主有限合伙基金会更多地持有经营波动较大的资产，并以最大化当期分红为运营目标。传统业主有限合伙基金持有现金流更稳定的资产，且以保持分红稳定增长为运营目标。稳定的分红收益率，成为业主有限合伙基金定价的重要指标。在过往的IPO案例中，业主有限合伙基金的分红收益率为2%～14%，平均为7%左右。

美国基础设施业主有限合伙基金发展较快，截至2019年6月，约有71只上市的基础设施业主有限合伙基金，总市值约2 927亿美元，其中约87%的业主有限合伙基金来自能源基础设施行业的中游，如油气输送管道业务等，其总市值超过REITs基础设施类别（约1 700亿美元）。业主有限合伙基金投资了拥有大约64.37万千米的油气管道网络，包括天然气、液体天然气、石油加工产品及原油管道。业主有限合伙基金的业务分布及占比如图16.2所示。

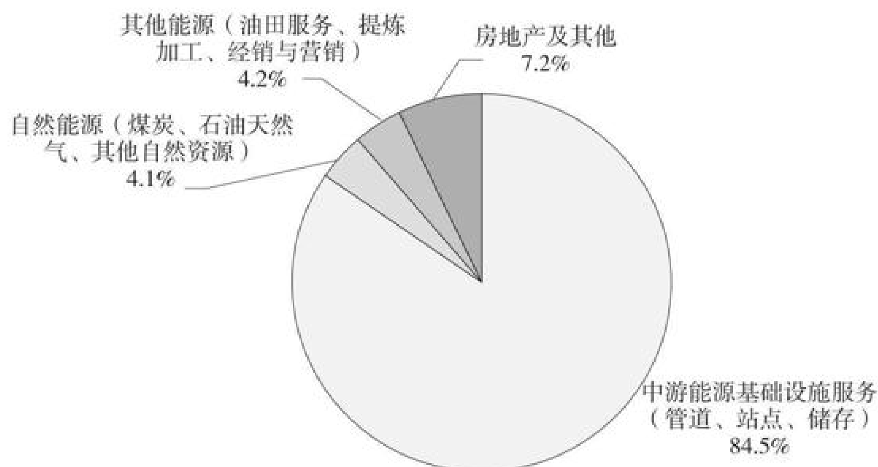


图**16.2** 业主有限合伙基金业务分布及占比

资料来源：能源产业委员会（EIC）。

业主有限合伙基金作为资本市场的一个大的类别，也开发指数产品，其中主要有Alerian MLP指数。该指数为市值加权综合指数，成员包括50家主要的能源有限合伙企业，为投资者提供关于业主有限合伙基金表现的一个较全面的基准。业主有限合伙基金举例（截至2019年6月30日）见表16.2。1995年至2019年6月Alerian MLP总回报指数变化如图16.3所示。

表**16.2** 业主有限合伙基金举例（截至**2019**年**6**月**30**日）

名称	类别	上市时间	业务描述	市值（亿美元）	分红收益率
黑石矿业伙伴公司（Black Stone Minerals）	石油与天然气的炼制和营销	2015年5月1日	企业在美国拥有丰富的石油和天然气储备，包括地域面积达679.9亿平方米的石油天然气资源开采权等	31.9	9.0
毒蛇能源公司（Viper Energy Partners）	石油与天然气的勘探与生产	2014年6月18日	在北美拥有大量石油和天然气资源，主要包括得克萨斯州西部的石油资源，面积约1.8亿平方米	41.6	6.7
钱尼尔能源伙伴控股公司（Cheniere Energy Partners L. P. Holdings）	石油与天然气的储存和运输	2013年12月13日	在萨宾帕斯拥有和运营液化天然气加工、运输和储存设备设施，其中包括5个液化天然气储罐，容量达4.8亿立方米	204.2	5.5
美国压缩合作伙伴公司（USA Compression Partners）	石油与天然气服务	2013年1月15日	美国石油和天然气行业的服务商，在19个州拥有4 500个压缩设备	16.0	11.8
克雷斯特伍德股权合作伙伴公司（Crestwood Equity Partners）	石油与天然气的炼制和营销	2001年7月31日	公司业务主要为原油和天然气的开采、处理、储存和运输，有6 976万立方米的天然气日开采能力和1 416万立方米的日处理能力	25.7	6.7

资料来源：彭博、能源产业委员会。

业主有限合伙基金与REITs在融资模式、资产特点、分红政策、税收驱动等方面极为相似，可视为同一类型的金融产品。但两者也有一些区别。

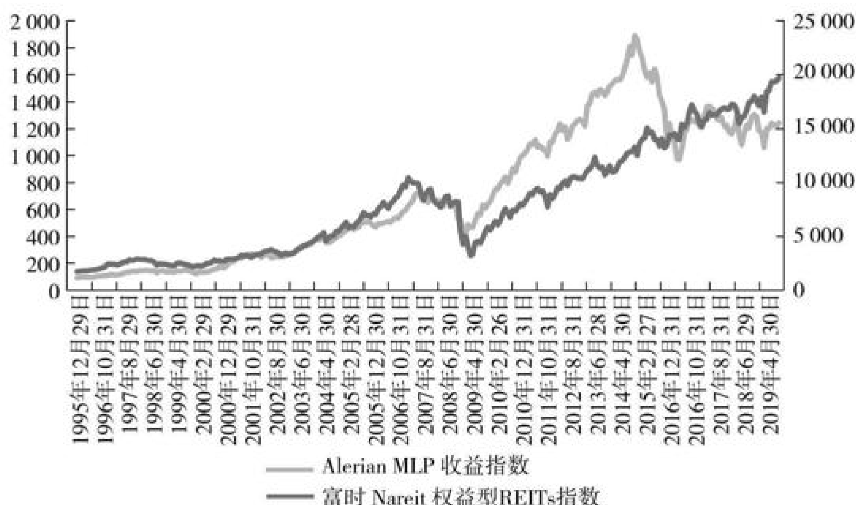


图16.3 1995年至2019年6月Alerian MLP总回报指数变化

资料来源：彭博。

首先，REITs与业主有限合伙基金均有税收中性待遇，但税法的具体规定和表现方式不同。针对REITs的税收条文中有明确的强制分红要求，并表现为分配给股东的红利可以在项目公司所得税前抵扣，从而避免双重征税。业主有限合伙基金的税收条文中没有对分红做出要求，而仅要求有合格收入，即对从事合格资产的合格商业行为的上市合伙企业可以税收穿透。分红只是业主有限合伙基金的企业政策和市场惯例。

其次，两者的投资领域不同。REITs的基础资产以房地产为主，投资范围相对宽泛，其在基础设施领域主要集中于无线通信基础设施。业主有限合伙基金在20世纪80年代兴起，其主要投资方向为自然资源开采、运输和储存等业务，如能源领域的基础设施资产，资产范围相对聚焦。两类产品在投资领域存在区别的原因主要是，美国不同时期的税法规定、行业发展及治理要求等不同。

最后，两者的架构和治理结构不同。REITs最早是信托结构，1976年《REITs简化修正案》允许REITs在原有商业信托的基础上以公司的形式设立，之后更多的REITs采取了公司的组织形式。REITs在股权构成、

收益来源及分红比例等方面有限制，如REITs股权结构有5/50的要求，单一股东持股比例通常不超过10%，难以实现对REITs的控制。业主有限合伙企业为合伙制企业，普通合伙人发挥重要作用，股权结构更具灵活性，在很多方面，尤其是在治理结构上可以通过合伙协议自主约定。

综上所述，基础设施资产的特点与REITs的风险收益特征较为匹配。美国的通信类基础设施REITs，大部分投资于通信塔，其商业模式与商业地产类似，以出租为主，租金随时间有一定的增长，租户也是相关的营运机构，包括无线服务供应商、广播电视公司等。业主有限合伙基金投资的油气运输管道与其类似，获得被动型租金收入，收入与油气价格的波动基本无关。美国在无线通信和油气运输两个领域形成了约5 000亿美元的市场，受到不少投资者的关注和偏爱，许多产品如美国电塔公司等，股价多年持续上涨，分红稳定，体现了REITs的独特魅力。美国基础设施证券化产品主要分为REITs和业主有限合伙基金两大类，虽然它们在形式、名称上不同，但核心特征是基本相同的，对于中国基础设施领域的金融创新均有重要的借鉴意义。

澳大利亚

澳大利亚REITs市场起步较早、规模较大，在全球市场中具有重要地位。截至2018年年底，澳大利亚共有上市REITs 55只，市值约1 615.4亿美元。但A-REITs中并没有基础设施REITs的分类，而是由另一种受监管的基金产品上市基础设施基金投资于经营性基础设施资产。

上市基础设施基金，与REITs一样，是澳大利亚证券交易所中一类受监管的金融产品。目前共有7只基金产品，总市值约876亿澳元（折合616亿美元左右），资产类型包括收费公路、机场、铁路、码头等交通设施，通信设施、电力设施、油气管道等。2016年2月，澳大利亚基建组织发布了具有里程碑意义的《澳大利亚基础设施15年计划》（后简称基础设施计划）。该计划涵盖78个全面改善基础设施规划、投资、交付和使用的建议，设定了国家的长期基础设施改革议程。在澳大利亚基础设施建设的热潮下，上市基础设施基金在国家能源市场、地区基础设施以及港口和陆地交通体系建设中发挥了很大的作用。

一般来说，上市基础设施基金是由发起人组织的，与上市公司相比，发起人可以更有效地保持对资产的控制。在基金中，虽然单位份额持有人对信托有表决权，但无法取代管理公司作为信托管理责任实体的

角色。管理公司往往与基金签订限制性条款，如“毒丸”、超级多数通过、特殊投票份额等，这使得更换管理公司将产生巨大的财务成本。管理公司与信托还有合订的组织结构，使投资者既可以参与基金分红，又可以参与管理公司股票的投资。澳大利亚上市基础设施基金的合订交易结构如图16.4所示。澳大利亚上市基础设施基金（截至2019年6月30日）见表16.3。

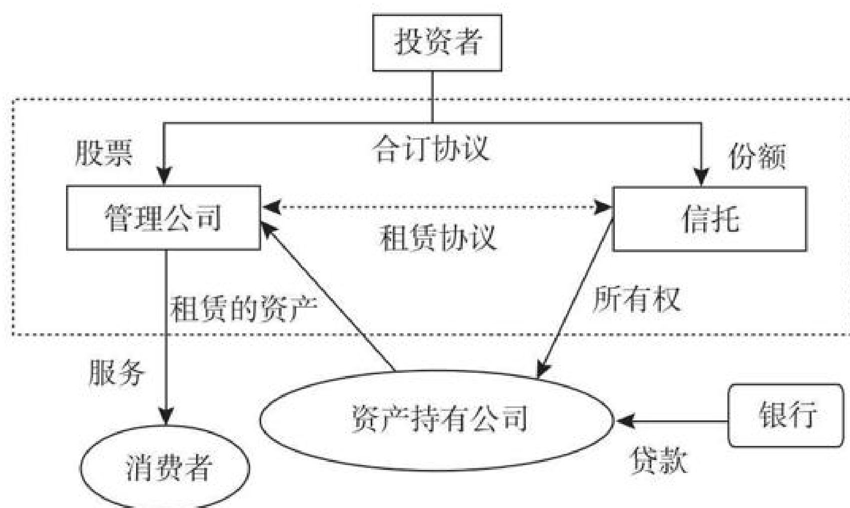


图16.4 澳大利亚上市基础设施基金的合订交易结构

上市基础设施基金作为一个单独类别存在，具备REITs的基本特征：一是以不动产资产为主。REITs通常要求可产生收入的不动产占比较高，而上市基础设施基金以基础设施资产为主，在资产构成上与REITs相同。二是收入主要来自租金。上市基础设施基金的收入主要是资产产生的类租金收入，如收费公路的路费、电力设施的租金收入等。三是分红的惯例。上市基础设施基金并没有分红的强制要求，但会以分红的形式，给予投资者长期稳定的现金流回报，因此具有以分红收益率定价的产品特点，从而形成市场惯例并成为较大的投资类别。以收费公路为例，澳大利亚收费公路并不多，大多数高速公路是免费的，但收费公路资产类别在澳大利亚上市基础设施基金中的市值占比达到51%，Transurban集团持有澳大利亚13条收费高速公路，其特许经营权的剩余年限为9~48年，分红稳定，说明上市基础设施基金具备REITs的基本特征，对中国收费公路资产证券化具有借鉴意义。

表16.3 澳大利亚上市基础设施基金（截至2019年6月30日）

名称	类别	上市时间	资产描述	市值（亿澳元）	分红收益率（%）
Transurban 集团（Transurban Group）	交通－收费公路	1999 年 11 月	13 条澳大利亚高速公路，2 条美国高速公路	394.3	3.8
悉尼机场（Sydney Airport）	交通－机场	2002 年 8 月	悉尼机场	181.5	4.7
APA 集团（APA Group）	能源－油气管道	2000 年 6 月	15 000 千米天然气管道	127.4	4.1
联实集团	建造	2010 年 3 月	建造各类不动产和基础设施，包括政府大楼、养老院、学校等	73.3	3.6
Spark 基础设施集团（Spark Infrastructure Group）	能源－输配电网	2005 年 12 月	价值超过 166 亿美元的能源网络，包括配电网络、高压输电网络、发电站等	40.9	6.6
麦格理阿特拉斯公路集团（Macquarie Atlas Roads Group）	交通－收费公路	2010 年 1 月	2 323 千米高速公路（法国东部），20 千米公路（法国南部城市安纳西至意大利热那亚），20 千米公路（美国大华盛顿地区），2 千米公路及隧道（德国东部罗斯托克）	53.6	3.1
Infigen 集团（Infigen Energy）	能源－电站	2005 年 1 月	6 处风力发电站、1 处能源储存站、9 处在建风力发电站、8 处在建太阳能电站	4.5	—

资料来源：彭博。

印度

印度证券交易委员会（SEBI）于2014年9月先后发布《房地产投资信托守则》（后简称REITs守则）和《基础设施投资信托守则》（后简称InvITs守则），允许开展房地产投资信托基金及基础设施投资信托基金业务。印度REITs和InvITs均以信托为载体。

规则出台后，由于估值、融资成本、税务等综合因素，至今仍无REITs项目落地，但已有两家基础设施项目成功发行上市，即经营电力网络的IndiGrid和经营收费公路的IRB。IndiGrid是印度电力行业首个InvITs，拥有5个运营项目，涵盖总长3 360千米的输电线路和2座变电站；IRB基础设施开发公司（IRB Infrastructure Developers）是印度一家收费公路建设和运营公司，以其持有的6条收费公路推出了IRB InvIT，拥有里程共702千米。截至2019年6月30日，IndiGrid和IRB两家基金的市值分别达到502亿卢比和379亿卢比，合计超过880亿卢比，约合13亿美元。

印度InvITs守则与REITs守则的内容大体相同，主要在以下方面做出约定：发起人资格、管理人资格、受托人资格、主要投资或资产的条件与限制、分红政策、资本结构、上市要求、杠杆限制、关联交易、发起人和管理人的权利、估值、公司治理等。

两个守则的主要区别在于：基础设施项目类别更复杂，专业性要求更高，投资模式也较特别（如PPP），因此，InvITs的投资者门槛更

高，管理上的要求也更高。具体而言，二者的差异主要体现在四个方面。第一，发起人的义务不同，InvITs上市后发起人持有份额不低于15%，锁定3年，而REITs发起人持有份额不低于25%，这体现了对基础设施项目融资的鼓励。第二，投资者门槛不同。REITs投资者的最少申购额为20万卢比，最小交易单位为10万卢比。InvITs投资者的最少申购额为100万卢比，最小交易单位为50万卢比，门槛更高。第三，资产组合要求不同。REITs要求至少2个以上项目的组合，而InvITs无要求。第四，管理营运的复杂性和重要性不同。InvITs的管理人分为基金管理人和项目管理人，基金管理人需配置子行业的专业人士，这使基础设施基金需按子行业来分类管理和发展，更强调专业性。REITs守则与InvITs守则的对比见表16.4。

表16.4 REITs守则与InvITs守则的对比

序号	项目	REITs 守则	InvITs 守则
1	发起人资格	• 合计净资产超10亿卢比，每人净资产超2 000万卢比。 • 房地产开发投资5年经验	• 每人净资产超10亿卢比（PPP项目的特殊目的载体除外）。 • 5年基础设施投资经验
2	管理人资格	• 净资产超1亿卢比。 • 5年房地产投资、咨询、管理经验。 • 2位有5年经验的房地产专业人士	• 净资产超1亿卢比。 • 5年基础设施投资、咨询、管理经验。 • 2位有5年经验的基础设施专业人士。 • 1位有5年经验的基础设施子行业专业人士
3	资产组合	至少2个项目，每个不超过REITs总价值的60%	• 无组合要求。 • PPP项目必须通过特殊目的载体持有。 • 项目持有3年后才可以出售
4	债务限制	• 不超过总资产价值的49%。 • 超过25%时需评级并经持有人大会通过	• 不超过总资产价值的49%。 • 超过25%时需评级并经持有人大会通过

序号	项目	REITs 守则	InvITs 守则
5	发行要求	• 资产价值至少 50 亿卢比。 • 流通股份超过 25%。 • 最小发行额为 25 亿卢比。 • 最少申购额为 20 万卢比。 • 交易单位为 10 万卢比。 • 最少申购人数为 200	• 资产价值至少 50 亿卢比。 • 流通股份超过 25%。 • 最小发行额为 25 亿卢比。 • 最少申购额为 100 万卢比。 • 交易单位为 50 万卢比。 • 最少申购人数为 20
6	关联交易	• 资产买卖需独立评估师的意见。 • 从关联方借贷超过总价值的 10% 时需持有人大会通过	• 资产买卖超过总价值的 5%、从关联方借贷超过 5% 时，需持有人大会通过
7	发起人义务	IPO 后持有份额不低于 25%，锁定 3 年	IPO 后持有份额不低于 15%，锁定 3 年
8	基金管理人义务	• 确保基金和资产产权合法。 • 推荐和执行投资机会。 • 遵循投资策略。 • 委聘专业服务机构。 • 从事租赁和物业管理（可直接从事或委聘）。 • 购买资产保险。 • 处理持有人分配事项。 • 监管开发事务。 • 向董事会汇报。 • 信息披露	• 确保基金和项目合同执行合法合规。 • 推荐和执行投资机会。 • 遵循投资策略。 • 监控项目管理人的业务。 • 委聘专业服务机构。 • 购买资产保险。 • 处理持有人分配事项。 • 确保审计事务。 • 向董事会汇报。 • 信息披露
9	项目管理人义务	• 无项目管理人要求	• 根据项目文件，对项目的执行和完成全面负责。 • 从事资产的营运、管理、维护和监控。 • 确保项目执行符合项目管理合同的约定
10	关键定义	• 房地产及资产：土地和建筑物，不包括按揭和其他任何称为基础设施的资产（印度财政部定义） • 成熟项目：相关监管机构的出租率作为证明	• 基础设施及项目：由印度财政部定义的所有基础设施及子行业。 • PPP：列入 PPP 清单的基础设施项目。 • 成熟项目：运营一年以上，有稳定现金流的项目。 • 成熟前项目：已完成投资或进度 50% 的项目

基础设施投融资体制的困境

中国的基础设施投资是指建造或购置为社会生产和生活提供基础性、大众性服务的工程或设施的支出，包括交通运输、邮政业，电信、广播电视和卫星传输服务业，互联网和相关服务业，水利、环境和公共设施管理业以及电力基础设施投资等。[1]基础设施是国家和地区社会经济活动正常进行的公共服务系统，是城市主体设施正常运行的保证，重要性十分明显。基础设施投资大都具有较强的正外部性，是中国经济增长的主要动力之一，尤其受地方政府的重视。自改革开放以来，基础设施投资快速增长，取得了非常大的成绩。但长期以来，中国基础设施的投融资存在一些结构上的问题，包括过度投资且效益不一、融资渠道狭窄且自有资金缺乏、资本退出困难等。

地方政府作为传统的基础设施投资主体，融资渠道较为狭窄，以银行贷款等债务融资为主。1994年分税制改革后，地方政府主要依靠融资平台来主导基础设施投资。这是地方政府财权轻、事权重的背景下产生的发展模式。各地的城投集团、交投集团、水投集团、环投集团等融资平台在2008年开始逐渐发挥主导作用，尤其是中央推出4万亿投资计划用以刺激宏观经济平稳增长之后。由于地方政府财政投入的资本金有限，该发展模式主要依赖各类债务融资，导致地方政府的债务激增。按照国际货币基金组织（IMF）2019年中国国家报告，截至2018年，中国地方政府共有显性债务18万亿元，而估算的隐性债务及地方政府融资平台债务高达24万亿元，地方政府债务余额共约42万亿元。地方政府高杠杆带来了系统风险的累积，该投融资模式难以持续。

除地方政府及其融资平台外，社会资本的利用是中国基础设施投融资的一个重要方面。1984年，中国出现第一批BOT项目，在实践的基础上，政府出台政策文件鼓励该类模式的发展，对中国利用外资起到了很好的促进作用。2014年，在供给侧结构性改革的推进、地方政府债务管理的加强以及融资平台转型的推动等的影响下，PPP模式开始迅速发展，并从基础设施扩大到公共服务部门。

根据财政部PPP项目库数据，截至2019年9月底，全国入库项目共计12 183个，自2014年以来，累计投资额达17.3万亿元，覆盖31个省区和19个行业领域。中国PPP项目的发展目前存在的主要问题包括落地率和开工率较低，政府付费类入库项目比重大，社会资本中标方以建筑承包企业为主，民营资本成交的项目金额占比较低等。

首先，PPP项目落地率和开工率较低。截至2019年9月底，在已入库的项目中，落地率仅为66%，已落地项目中开工率仅为59%，即总入

库项目中仅有不足40%进入开工建设阶段。PPP项目落地难，除了物有所值评价、财政承受能力论证等原因外，投资回报吸引力不足、风险分配不合理、缺乏有效退出渠道也是重要原因。2016年至2019年9月PPP项目总数与投资额如图16.5所示。

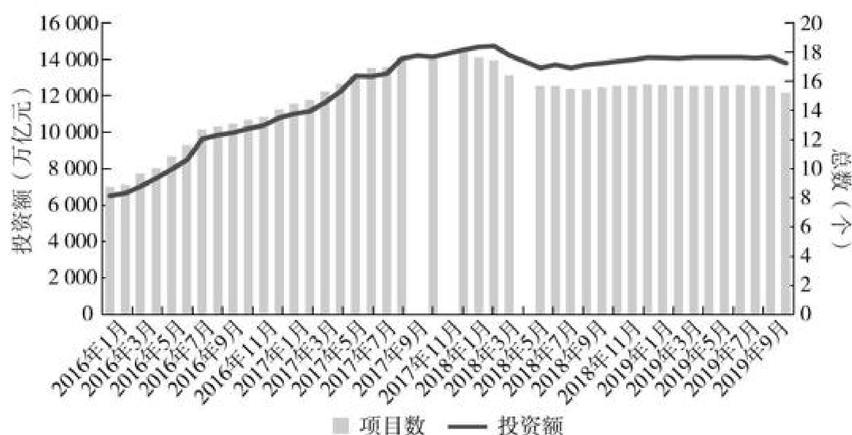


图16.5 2016年至2019年9月PPP项目总数与投资额

资料来源：万得资讯，财政部PPP中心。

其次，从回报机制上看，已入库项目中政府付费类项目数量最多，可行性缺口补助项目的规模最大，而市场化程度最大的使用者付费项目无论是数量还是金额均位列末位。入库PPP项目中，政府仍承担较重的责任，可能导致PPP项目成为政府变相举债融资的工具，进一步增加地方政府的隐性负债。截至2019年三季度，中国PPP入库项目回报机制分布如图16.6所示。

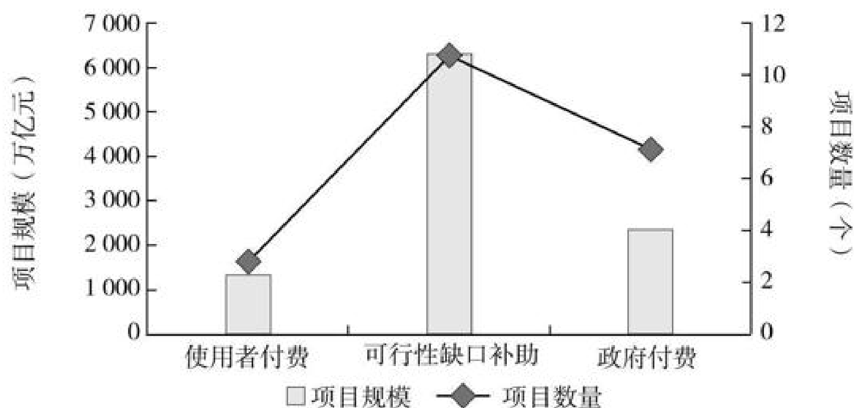


图16.6 中国**PPP**入库项目回报机制分布（截至**2019**年三季度）

资料来源：万得资讯，财政部PPP中心。

再次，以建筑承包商为主的社会资本成为主要中标主体。截至2019年11月，从成交金额来看，建筑承包商占比达56%，加上材料设备供应商、运营商、技术服务商，合计占比达到71%，而金融机构和投资机构合计仅占29%。从数量上看，后者的比例更小，仅占18%。因此，中国PPP领域目前存在较为明显的工程承包商业为主的特点，权益型金融资本的参与程度较低。截至2019年11月，不同类型社会资本PPP项目的成交金额如图16.7所示。

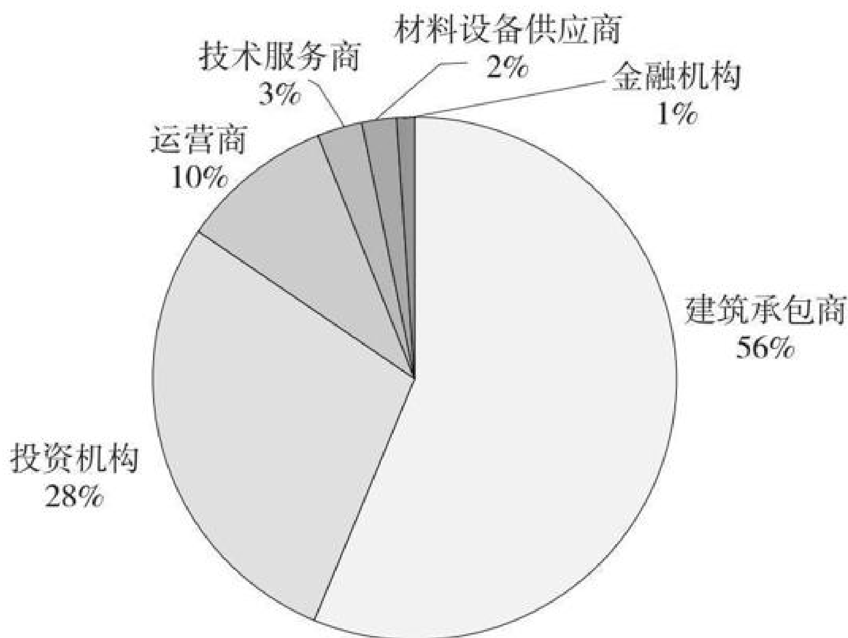


图16.7 不同类型社会资本PPP项目的成交金额（截至2019年11月）

资料来源：明树数据。

最后，民营资本在PPP项目成交金额中的占比较低。根据明树数据的统计，央企和地方国有企业仍是中标社会资本的主要部分，截至2019年11月，成交金额累计达9.3万亿元，占总成交规模的75.8%。民营企业是PPP市场的重要参与方，成交数量占比达39.2%，但金额占比较低，仅为21.3%，并且外资企业成交项目规模和数量均较少。

总体而言，从PPP项目的特点分析，我们认为基础设施以及PPP项目投融资的关键是，处理好投资收益率与风险的关系，从而进行风险收益的合理定价。PPP项目的风险，大致分为政治风险、建设风险、运营风险、市场风险、利率风险、法律风险等。对于权益型资本而言，项目前期的风险较高，而后期则主要面临运营风险和市场风险，风险相对较低。政府付费和可行性缺口补助两类项目的付费风险更小，甚至可以被视为无风险。

当前基础设施项目缺乏期间退出机制，除了到期移交和政府回购外，目前主要的退出模式包括项目转让和股票上市等。其中，项目转让属于较为主流的方式，但也面临各种约束，包括设置锁定期、对受让主体的要求、合同有关义务的承继、政府部门审批或备案程序等，使项目

的转让存在一定困难。尤其对于特许经营权的转让，有较大的限制。由于缺乏期间退出机制，投资者在投资之前，必须分析全周期的风险和回报，这对于风险偏好不同的资本共同参与较为不利，更不利于引入前期高风险高回报偏好的权益资本。这也是大部分PPP项目由建筑承包商参与且落地项目以政府付费类为主的原因，因为建筑承包商既可以控制建设风险，又可以获得工程相关收益，总体风险回报的关系得到较好的控制，而权益型金融资本很难介入PPP项目初期。

因此，有必要为社会资本方，尤其是权益型金融资本，提供与风险相匹配的投资收益回报以及有效的退出渠道。REITs作为一种有效的退出方式，使前期资本可以在PPP项目进入稳定运营阶段时退出，从而与偏好承担较低风险并获得稳定回报的成熟期金融资本有效衔接。

中国发展基础设施REITs的意义

将基础设施作为基础资产进行资产证券化并上市交易，借助REITs在资金端实现金融资本的集合投资，在资产端实现基础资产的组合持有，通过规范运营和风险管理，获取稳健回报，实现长期资本与长期资产对接，可以极大地提升金融服务实体经济的效率，推动供给侧结构性改革的深入发展。其意义体现在以下几个方面：

第一，有效盘活中国基础设施存量资产，降低宏观杠杆率，防范系统性金融风险，降低地方政府和国有企业的债务负担，激活地方投融资效率。REITs作为权益类金融工具，对底层资产的负债率一般有明确要求，通常不超过45%，实践中，美国、新加坡、中国香港等地REITs的负债率长期保持在30%左右。因此，REITs能够有效降低宏观杠杆率，防范系统性金融风险。企业以基础设施存量资产发行REITs，在不增加债务的情况下收回前期投资，可用于归还其他债务或用于补充其他投资项目的资本金，从而在整体上降低宏观杠杆率。

第二，基础设施REITs将为基础设施行业提供定价的“锚”，有助于中国新型城镇化背景下基础设施的投融资体制改革。长期以来，中国基础设施项目的投融资主要通过政府的行政手段来完成，而资源配置最有效的市场手段没有得到充分发挥，导致投资的持续力度不足，影响了资金的使用效率。当REITs深度参与中国基础设施领域时，市场价格可以成为基础设施资产定价的“锚”，并传导至前期投资上，成为前期权益型资金配置的重要指引。而前期权益型资本的高效引入，将极大地促进中

国基础设施的投融资模式改革，使高杠杆、长周期、重建设的传统模式发生改变。

第三，PPP＋REITs的有效组合，有利于提高PPP项目的落地数量和质量。PPP＋REITs可以为PPP项目的社会资本方提供退出渠道和闭环的商业盈利模式。无论是债权型资本还是股权型资本，均可以在PPP项目成熟后通过REITs产品实现退出，从而形成新的资本金和持续投资能力。REITs上市后，资本市场在监管、信息披露、投资者等方面的要求，及REITs注重分红的商业逻辑，可使基础设施项目的管理和营运更专业，构成对地方政府的有效约束，提升PPP项目的建设和运营质量。

第四，在企业层面上，基础设施REITs为项目提供了退出渠道，成为新的商业模式和核心竞争力。基础设施项目一般具有投资周期较长、投资规模较大等特点，在缺乏有效退出机制的情况下，企业及其他类型的社会资本的前期投资风险较大。REITs的存在，可以使企业形成完整的业务模式，在为企业提供有效退出渠道的同时，还能成为企业投资和融资的双平台；同时，REITs对资产运营能力的要求将倒逼企业建立精细化、市场化和长期化的经营管理机制，助力企业在新形势下打造核心竞争力。

第五，推动公募基金、养老金、保险资金等投资优质基础资产，为全民共享经济发展成果提供理想渠道。公募基金、全国社保基金、基本养老金、企业年金/职业年金、未来的第三支柱个人养老账户，以及大量以养老为目的的理财和保险资金，需要足够丰富、分散、有效的配置工具和资产标的，以满足其长期安全性与回报率要求，从而真正实现经济增长成果的全民共享，夯实社会可持续发展的根基。传统二级市场对于养老资金而言，波动大、风险高、价值投资的吸引力不足，难以提供与长期经济增长相一致的投资回报。将有稳定现金流的基础设施和公共服务项目进行资产证券化，通过公募REITs向全民提供具有稳定回报和长期增值预期的集合投资工具，将为全民共享经济发展成果提供理想渠道。

综上所述，基础设施REITs拥有其他融资方式所不具备的优势和特点，与基础设施领域的资金需求非常匹配，无论是对宏观经济层面的降杠杆、补短板，对基础设施行业的投融资模式改革，还是对微观层面的企业竞争力提升等方面，均具有积极的意义。

根据境外实践经验，REITs市场的蓬勃发展通常要求基础资产具有长期稳定的收益，产权清晰，专业化管理，并形成一定的市场规模。市场达到一定规模后，流动性足够，才有可能更好地进行定价，从而为基础设施投融资体制改革发挥作用。

中国基础设施建设投资规模巨大。据统计，2017年中国城镇基础设施建设投资完成额达18.0万亿元，同比增长3.8%，占2018年全年固定资产投资的28.3%，对国民经济的发展起到了重要作用。1995—2018年中国城镇基础设施建设投资额如图16.8所示。

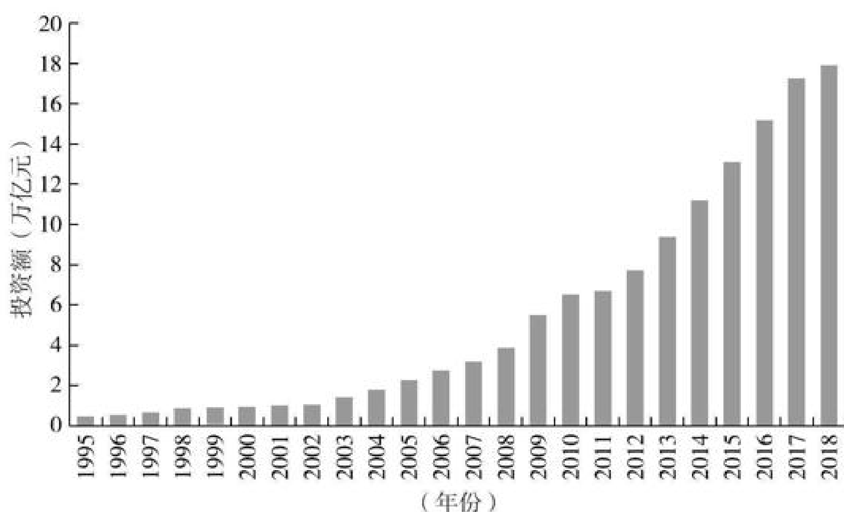


图**16.8 1995—2018**年中国城镇基础设施建设投资额

资料来源：万得资讯。

从图16.8可以看出，1995年以来，中国城镇基础设施建设投资额逐年增长，至2018年，累计投资额达到130万亿元。近年来投资比重较大的行业，包括交通运输、电力水务、水利环境与公共设施等，主要以补短板为主，2017年上述三个行业的投资额分别为6万亿元、3万亿元和8万亿元。2003—2017年中国固定资产投资行业的投资额如图16.9所示。

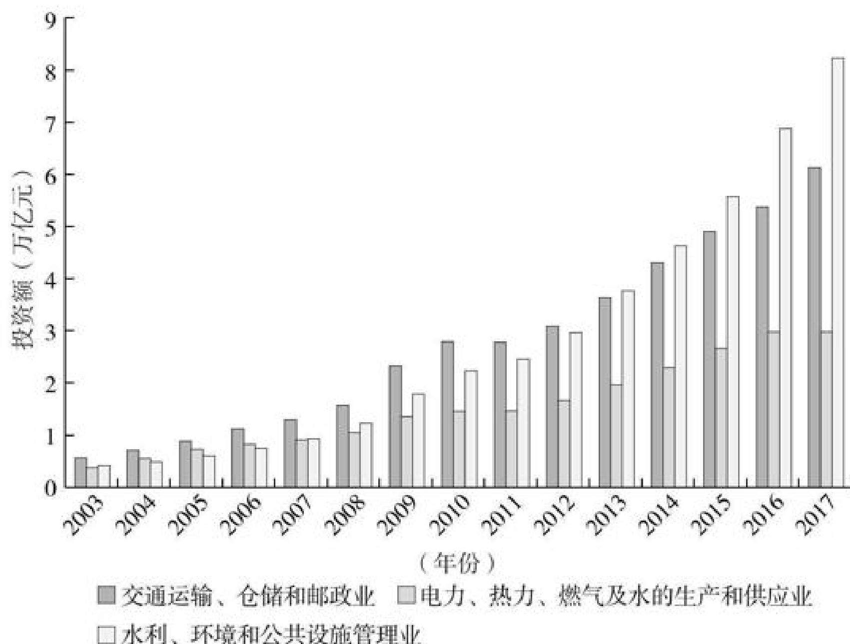


图16.9 2003—2017年中国固定资产投资行业的投资额

资料来源：万得资讯。

中国基础设施投资的成果显著。以交通运输行业为例，截至2018年年底，中国综合交通网总里程突破500万千米。全国铁路营运里程达13.1万千米，居世界第二。其中，高速铁路里程达2.9万千米，居世界第一；高速公路通车里程达14.3万千米，居世界第一；拥有万吨级以上泊位2 444个，全球港口货物、集装箱吞吐量前十位的港口，中国占了7个。

收费公路是合适的REITs基础资产，具备很大的潜在市场规模。2018年年末，中国公路总里程达484.7万千米，是改革开放初期的5.4倍，其中，收费公路里程为16.8万千米，居世界第一，收费公路累计建设投资额为8.9万亿元，其中经营性收费公路建设投资额达4.4万亿元。2013—2018年收费公路及收费高速公路累计建设投资额如图16.10所示。

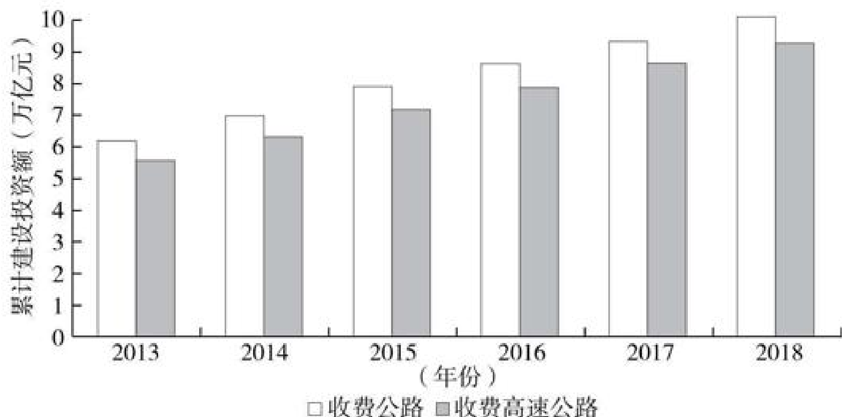


图16.10 2013—2018年收费公路及收费高速公路累计建设投资额

资料来源：万得资讯。

收费公路的使用率和收入情况较好。2018年，全国收费公路通行费收入为5 552.4亿元，比2017年增加422.2亿元，增长8.2%，占累计建设投资总额的6.25%，而2018年新增收费公路收入占新增投资额的比率达6.52%；但收费结构差异很大，沿海经济发达地区的收费公路效益很好，而经济不发达地区的收费公路收支缺口仍较大。可以初步判断，有相当一部分的收费公路，无论是从规模还是收益角度看，都已具备发行REITs的基础。

按上文所述，基础设施累计投资额可被视为以成本计量的基础设施的存量规模。截至2018年，该存量规模为130万亿元，达百万亿级。中国基础设施投资的资金来源以财政支出和银行债务为主，资本市场提供的资金极为有限，证券化率很低。REITs作为相对合适的资产证券化产品，在中国推广，按1%的证券化率计，可以达到万亿级的REITs市场规模。收费公路是较为合适的REITs基础资产，以REITs为方向的证券化率较高，若能达10%，[2]则仅该类资产便可达到8 000亿元以上的市场规模。

从占经济总量的比例的角度来看，基础设施REITs也极可能达到万亿级。2018年，中国GDP总值为90.0万亿元，约合13.6万亿美元，同年美国GDP总值为20.5万亿美元。截至目前，美国基础设施REITs与业主有限合伙基金的资产总市值将近4 800亿美元，占美国GDP的2.34%。以此比例计算，未来中国基础设施REITs市场规模将达2.1万亿元。而根据2016年麦肯锡全球研究院的报告，中国基础设施占经济的比重比西方国

家要高，中国基础设施占经济的比重大约为9%，而美国和欧洲国家的这一比重大约为2.5%，因此，中国基础设施REITs占GDP的比重可能更高，有很大的潜力成为一个至少万亿级的市场。

由于缺乏REITs产品，中国铁塔股份有限公司于2018年8月在香港上市。中国铁塔是REITs的合适标的，其业务性质与在美国以REITs上市的美国电塔公司一样，以向通信运营商出租电信基站为主要业务。中国铁塔的总资产为3 300亿元，市值约2 000亿港元，单个企业规模已经较大。中国有必要为这类具备REITs特点的资产，开拓更多的资本市场渠道，一方面使企业可以在不同的产品之间做比较，另一方面使中国投资者可以享有这类稳定分红的投资工具。

中国在基础设施领域的投资力度仍在不断加大，尤其是补短板相关领域。国际评级机构惠誉于2018年8月发布《中国基础设施投资蓝皮书》，指出基础设施投资仍将在“十三五”规划（2016—2020年）期间保持强劲增长。根据“十三五”规划大纲，2016—2020年对交通运输基础设施的投资达到15万亿元，包括用于公路建设的7.8万亿元和用于铁路建设的3.5万亿元，比“十二五”规划支出高出2.5万亿元。可以预见，未来中国仍有大量潜在的REITs基础资产形成。

基础设施资产不同于房地产，中国基础设施建设和运营情况与国外有很大差别，因此在推出REITs或类似产品时，要做周详的考虑。

监管规则

针对基础设施REITs或其他类似金融产品，其他国家通常会有完整的监管规则，一些国家如印度，还会出台专门的基础设施投资信托基金守则。中国的基础设施建设、运营和盈利模式等与西方国家有较大区别，如存在大量的经营性资产、投融资模式不同、收费模式多样、PPP发展程度不同等，因此，需在制定监管规则时充分考虑国情和基础设施的特点，在实现公众投资者分享基础设施投资收益的同时，保持投资、建设、运营等单位所应承担的社会责任，既考虑资产收益的持续稳定增长，又确保收费合理且社会民生负担不增加。印度在制定规则时采用的针对项目管理人的监管措施，便体现了这些考虑因素。

基础资产类别

基础设施REITs应以经营性基础设施资产作为标的资产。从美国的操作经验来看，基础资产较严格的准入条件设置是市场成功发展的重要环节，应选择现金流稳定增长的优质存量基础设施。海外合适的资产类型包括能源（电力和油气输送）、交通（收费公路、机场、港口）、无线通信等。

中国从资产付费模式、风险收益水平、市场规模等方面考虑，可重点考虑燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路（含高铁、地铁等）、机场、港口、码头等交通设施，教育、健康、养老、保障房等公共服务设施以及物流和环保类资产。可优先以保障房、物流、高铁、收费公路和环保类资产为主开展试点工作，进行研究和探索。

合理的估值定价体系

基础设施在建成运营后，前期开发建设的风险基本释放，存量资产大致属于低风险、低收益类型，REITs投资者对其收益率的要求一般较低。根据资产产生的现金流及分红情况，可以按收益率对REITs进行估值。在估值过程中，需要重点考虑营运收费价格、收益的波动、特许经营权期限等重要因素。

基础资产的运营收费通常由政府定价。由于涉及国计民生和公共产品与服务，价格通常要求保持相对稳定，价格主管部门在合理配置资源和保证社会公共利益的前提下，应根据国家政策规定和行业平均成本，兼顾特许经营者的合理利益，依法组织听证，确定或调整特许经营项目的价格，并进行持续监管。对REITs产品来说，底层资产的运营收费价格（如房地产的租金）逐年增长，是吸引稳健、权益型投资者并有别于债券投资的重要因素。因此，在基础设施运营收费定价时，需要具备合理有效的价格调整机制，该机制应适当考虑通胀因素，允许价格在合理的范围内逐年调整。

不同资产未来收益的波动不一样。以使用者付费的资产类型为例，如收费公路，虽然里程单价因政府管制而保持稳定，但未来交通量预测的难度较高，且政策风险、替代品风险等难以预计，因此未来收益存在波动较大的风险，从而使以收益法为基础的资产定价存在难度，需要结合各方面因素综合考虑。

另外，中国基础设施的特许经营权有一定的期限。在资产成熟稳定

后，估值随特许经营权年限的减少可能会呈逐年递减的趋势，并在到期时因无条件移交给政府而使估值基本归零。这与永久产权或到期可续期的房地产资产有很大的不同，投资者在考虑回报时，需参考特许经营权期限内的内部收益率，作为REITs的定价基准。

法律与行政事项

资产证券化要求资产的产权清晰、可合法转让、建设手续完整等。在基础设施领域，核心事项是特许经营权的转让。2015年出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，未对特许经营权的转让问题做出特别明确的规定，但诸多地方性法规或地方政府规章对政府特许经营权的转让均有限制，一般包括“不得转让”与“不得擅自转让”等。REITs在设立过程中，会涉及资产或特许经营权的流转，需要地方政府批准。

上海证券交易所发布的《上海证券交易所资产证券化业务指引》中也强调：“基础资产、底层资产及相关资产的权属应当清晰明确。”基础资产的转让应当满足以下要求：一是基础资产应当具有可转让性，转让应当合法、有效，转让对价应当公允，存在附属权益（如有）的，应当一并转让；二是基础资产转让依法须取得的授权、批准等手续应当齐备，并在相关登记机构办理转让登记。

另外，地方政府的公权力要合理使用。在项目合同中，政府方往往享有在特定情形（如项目所提供的公共产品或服务已经不适合或者不再被需要，或者会影响公共安全和公共利益等）下单方面决定终止项目的权利。实践中，政府方的此项权利应当予以明确限定，以免被滥用。

基础设施REITs作为REITs的一种独立分类形态，是以发行收益凭证的方式募集投资者资金，由专门投资机构进行基础设施项目投资、经营、管理，并将投资收益按比例分配给投资者的一种金融产品。基础设施REITs实质上是成熟资产的上市，是存量资产的盘活，对防范化解重大风险，推动国家重大战略实施，建立新型基础设施投融资机制，充分发挥促进资本市场健康发展功能，实现高质量发展具有重要现实意义。

总体来看，目前中国境内推出基础设施REITs的条件已经基本成熟，可针对重点区域和领域推出基础设施REITs试点，逐步积累经验。从长远发展来看，当前还存在一些影响基础设施REITs发展的因素，如国有基础设施资产转让流程复杂且存在不确定性，基础设施转移及运营阶段的税负较重，缺乏专门的立法保障等，需要积极推动解决，促进基

础设施REITs长期健康发展。

---

[1] 国家统计局的统计公报中的基础设施投资未包括电力投资。

[2] 德意志银行预计中国商业地产REITs比率可达到15%。详见“China REITs：Reshaping the Landscape for Commercial Landlords”，2015年8月。

第十七章
租赁住房REITs

租赁住房REITs是以租赁型住房（含公寓）为基础资产的不动产投资信托基金。租赁住房本身具有资产特定化、租金收入稳定、运营模式清晰的特点，符合资产证券化对基础资产及其现金流的相关要求，是适合开展资产证券化业务的行业。从全球发达经济体来看，租赁住房证券化，特别是租赁住房REITs为租赁住房市场提供了重要的金融支持。住房租赁企业发行资产证券化产品，既可以为收购房源并改建成长租公寓、实现规模化发展提供资金支持，也可以进一步促进企业强化管理能力、提升服务水平，对房地产开发企业的转型起到积极作用，减少资金成本带来的压力，使其有时间和耐心好好地经营项目。

十九大报告指出：“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”租购并举，全面发展住房租赁市场，已成为建设房地产长效机制、建立新的住房制度的重要内容。2016年国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，其中明确提出：“支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。”2017年7月，证监会、住建部等九部委联合颁布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》也再次提出要推进房地产投资信托基金试点。中国境内首单对租赁住房进行证券化运作的产品是2012年银行间市场的天津市房地产信托集团有限公司2012年度第一期资产支持票据。2017年至2019年9月底，中国境内市场相继发行了13只租赁住房类REITs产品，累计发行金额达163.88亿元，为租赁住房公募REITs的推出积累了经验，营造了市场环境，培育和吸引了更广泛的投资者群体。

房地产长效机制建设需要REITs市场

中国住房市场，尤其是一线城市住房市场已进入存量阶段。目前全

国存量市场已达到180万亿元的规模，[1]一线城市更是以存量为主，北京、上海、深圳2016年二手房销售额分别是新房销售额的3.3倍、1.6倍和2.3倍。[2]但住房租赁市场份额偏低，从全国范围看，租赁住房成交量的占比仅为6%，与西方发达国家相比仍有很大的增长空间。根据链家研究院的研究，目前中国租赁人口已达1.9亿，住房租赁市场年总交易额（GMV）已超过1万亿元，未来10年，中国租赁人口将接近2.3亿，住房租赁市场年总交易额将接近3万亿元，到2030年，租赁人口接近3亿，住房租赁市场年总交易额将达4.6万亿元。美国人口仅有3.2亿，但租赁人口超过1亿，住房租赁市场年总交易额超过3万亿元。[3]目前，中国住房租赁市场年总交易额只占美国的1/3，凭借人口规模和人口结构优势，可以预见中国租赁住房市场的发展潜力巨大，前景可期。中国住房租赁市场当前面临的主要问题分为3个方面，一是土地的市场化供应成本过高，二是专业运营机构的数量不足，三是配套金融工具欠缺。

当前，中国租赁住房资产发行REITs产品，面临的一个首要问题是资产收益率偏低，难以达到投资者的收益预期。这个问题与现有租赁住房用地的来源和性质有密切的关系。以保利地产租赁住房REITs为例，底层资产对应的土地权属主要为住宅、商业等，通过招拍挂程序并缴付土地出让金取得，且不存在特别的转让限制。因此，租赁住房资产的取得成本与市场上可正常出售的住宅或公寓没有本质差异，从而难以避免地形成租金收益率与资产价值偏低的问题。近期，国内部分地区已陆续出现长期自持的土地供应，取得成本与可散售住宅的土地成本相比具有较大优势。类似的土地供应模式的调整对于中国住房租赁市场及其REITs产品的发展将起到重要的推动作用。

专业、优质、高效的运营能力是租赁住房长期健康发展的根本。而当前，除魔方、新派、自如等轻资产公寓运营机构以及万科、保利等大型房地产企业在租赁住房运营领域崭露头角外，中国租赁住房领域的专业品牌运营机构无论在数量、运营水平还是管理规模方面都尚有较大的发展空间。运营水平的提升有助于REITs产品投资收益的提高；而REITs产品在推动中国租赁住房市场快速发展的同时，也能推动运营品牌管理能力的提升。

在中国当前已有租赁住房资产证券化工具中，REITs产品将发挥至关重要的作用。根据中国出台的一系列租赁住房政策指引，未来中国住房租赁行业的发展模式将由当前的“C2C”向“B2C”转变，大量租赁住房资产将由各类住房租赁运营企业长期持有。因此，中国房地产行业的发展

模式将由“开发-销售”模式向“开发-持有经营”模式转变，若缺少REITs工具的配套支持，“开发-持有经营”模式将对运营企业形成巨大的资金压力。

中国发展租赁住房REITs具有重要意义。首先，REITs将助力住房租赁企业可持续发展，有效贯彻租售并举战略。在政策的鼓励下，近期各地纷纷推出租赁住房用地，以国企为主的开发商成功摘地。这类土地的开发需要大量投资资金，不能销售回笼，靠租金回笼需要很长的时间，在2~3年项目建成后将对拿地企业构成巨大的资金压力，持续发展受限。REITs是权益型成熟资产持有平台，可以为住房租赁企业提供有效的退出渠道，从而使企业在不积累负债的同时，形成项目开发和退出的闭环，获得的资金用于新项目的开发，形成可持续发展、低成本、低杠杆的“开发、运营、金融”新模式。

同样，REITs也有助于现有房地产企业的转型发展，落实租售并举战略。多年来中国房地产开发企业已经形成围绕拿地、开发、销售的快周转模式，重销售、轻经营，重资产增值、轻租金收益，在房地产存量阶段有强烈的转型需求，但缺乏长期资金的支持和新的激励模式，转型困难。REITs是权益类产品，可以为企业提供长期资金，同时大多数国家的REITs都要求其资产有持续稳定的收入，禁止购置土地和从事开发，经过多年的发展实践，围绕资产管理建立了一整套激励制度，因此，REITs有助于现有房地产企业持有并经营好资产，改变以往依赖销售回款的做法，有效贯彻推行租售并举战略。REITs可以使重资产与品牌运营结合为一体，自身具备融资能力，从而避免“二房东”模式下运营商透支甚至滥用租客信用的情形发生。

其次，REITs有助于改善住房租赁市场结构，提升运营水平和服务质量，创造美好生活。REITs是租赁住房的重要供应主体。以美国为例，机构持有租赁住房的数量占比达30%以上，[4]而REITs是其中最重要的机构。租赁住房REITs公司有数家百亿级市值公司，包括艾芙隆海湾社区（Avalonbay Communities，市值为292.1亿美元[5]，持有8.5万套公寓）、公平住屋（Equity Residential，市值为254亿美元，持有7.9万套公寓）等。因此，REITs的壮大有助于改善中国住房租赁市场目前以个人为主的市场结构，促进市场的规模化、集约化和专业化发展。

REITs作为市场中的重要参与主体，在投融资、运营和管理等方面发挥着引领作用，可以增添市场活力，促进市场的健康发展。一是REITs执行长期投资策略，具体表现为在资产价格低时积极收购资产，

在资产价格高时调整优化资产组合。例如，在20世纪80年代末美国储贷协会（Savings and Loans Associations）危机期间及之后，公寓类资产价格较低，艾芙隆海湾社区和公平住屋进行了大规模的资产收购；2000年至金融危机之前，资产价格上涨较快，艾芙隆海湾社区和公平住屋逐步优化调整资产组合，保持适当的增长速度。REITs对市场的资产定价起到引导作用。二是REITs拥有稳健的资本结构、多元的融资渠道和较低的融资成本。REITs收益全部用于分红，但其优良的资产质量、合理的资本结构、领先的资产管理水平，以及股债等多种融资手段，使其拥有强大的融资能力。三是REITs具备专业的资产管理水平。REITs的宗旨是持续提高分红，管理人有足够的动力做到精细化经营，建立有效激励机制，培养各项资产管理能力，包括资产安全维护、改造提升、招商运营、物业管理、信息化建设等，使企业拥有核心竞争力。艾芙隆海湾社区和公平住屋的运营数据显示，多年来其物业组合的出租率高，租金持续增长，成为行业标杆。专业化的运营管理无疑会提升服务质量，让居住者更有美好的感受。

最后，REITs作为一种高比例分红、高收益风险比的长期投资工具，是高质量、成熟的金融产品。目前中国资本市场急缺该类资产，资产管理资金有相当大一部分以非标债权的方式变相进入房地产，REITs推出后，可以预见相当一部分资金会被分流，同时，越来越多的REITs投资者会形成理性、长期的投资习惯，并用REITs投资替代买房，以REITs的租金分红逻辑来改变对房地产价格过快上涨的预期，从而促进房地产市场本身的健康良性发展。

综上所述，REITs作为一种创新商业模式，将有效推动住房租赁行业的健康发展，并为租赁住房投资企业建立有效的资本循环和全面的资产管理体系，成为住房市场长期健康发展的稳定器和重要支撑，意义重大而深远。

中国租赁住房REITs市场展望

中国租赁住房REITs在当前市场情况下初具规模，并可以持续做大做强。中国REITs市场潜力巨大，预计中国REITs的市值规模为5万亿~12万亿元。租赁住房REITs是REITs一个大的分类。以美国为例，截至2018年年底，美国REITs的总市值为1.12万亿美元，其中租赁住房REITs市值占REITs总市值的12%。若以同样比例来估算，则中国境内租赁住

房REITs的市值规模将为4800亿~1.44万亿元，前景广阔。

我们再依据收益率指标来分类和估算近期可能形成的租赁住房REITs规模。资本化率是物业的收益率指标，我们可从净租金和资产值两个维度分析设立REITs的可能性。近期影响租赁住房REITs的原因主要是，租赁住房租金低，但资产价格高，总体来看资本化率偏低，运营净收入无法达到REITs投资者对分红的要求。因此，有必要对住房租赁市场进行细分，找出资本化率足够高的资产类型，以达到投资者对分红收益率的要求。

从图17.1可以发现满足REITs收益率条件的局部市场。图17.1中，斜率为资本化率，斜线代表资本化率等于5%时的证券化。斜线右下方资产的资本化率小于5%，未达到REITs投资者的要求。[6]斜线左上方的资产满足REITs投资者的要求，可以作为REITs的基础资产。当资本化率达到5%时，若不考虑杠杆，假设分红收益率也为5%，加上未来租金增长率（约3%）后，资产的年化回报率将达到8%，再辅以充分的流动性，该回报可基本满足投资者对于REITs产品收益率的要求。上述数值分别高于目前10年期国债利率和保险资金投资的平均收益率。

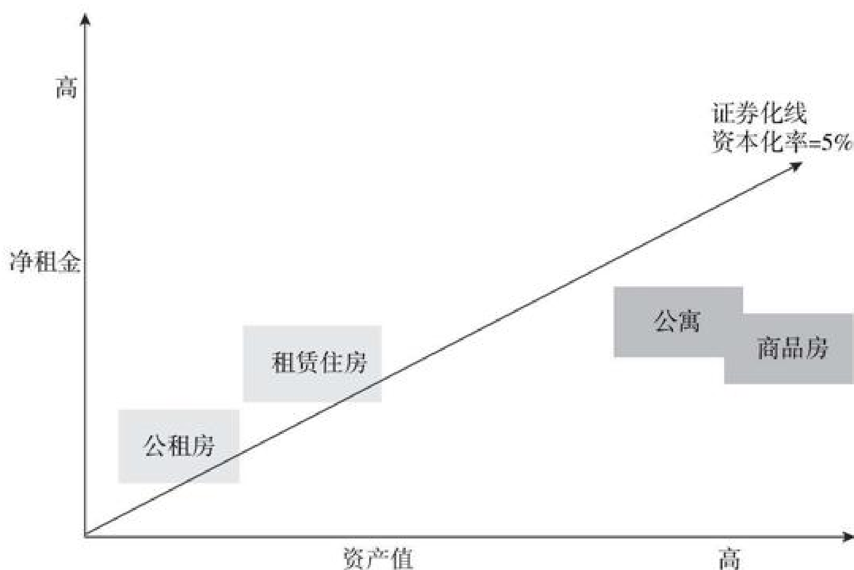


图17.1 租赁住房**REITs**净租金与资产值的关系

图17.1中的4类资产中有2类的资本化率未达到要求，即商品房和公寓。一线城市商品房的资本化率已低至2%以下，租金较低，但资产价格

很高。[7]公寓的租金稍高，资产价格也稍低，但资本化率还是未达到要求，如新派公寓的资本化率为2.2%。当前市场条件下可作为REITs基础资产的是租赁住房和公租房，其中租赁住房又分为城镇建设用地租赁住房和集体土地租赁住房。下面分别对其市场规模和收益率进行分析。

第一，城镇建设用地租赁住房。在住房新政的要求下，“国家队”成为住房租赁市场的重要参与者，各地纷纷成立租赁住房投资发展公司，参与租赁住房的投资建设与经营。住房租赁市场迅速发展，仅以上海为例，“十三五”期间规划租赁住房70万套，占比超过40%，投资额超5 000亿元。近期，土地市场已出现较多国企获取租赁住房用地的案例，由于土地成本较低，整体投资成本大大低于周边住房，资本化率极有可能达到5%的要求。例如，杭州彭埠地块的最新土拍价低至5 049元/平方米，预期毛租金收益率大大提高（约7%[8]），达到REITs的收益率要求。上海近期6块租赁住房用地成交楼面价为5 569~12 762元/平方米，远低于周边普通住宅用地价格，预期毛租金收益率平均为6.1%[9]。因此，这类资产基本具备设立REITs的条件。

第二，集体土地租赁住房。集体土地由于特殊的产权性质，未来将成为租赁住房的重要来源之一。预计未来5年中国集体土地租赁住房将达到近200万套。其中，北京市“十三五”期间规划供应集体用地1亿平方米，建设租赁住房38.5万套。深圳市“十三五”期间计划收储不低于100万套（间）村民自建房或村集体自有物业，等等。由于土地价格是开发单位与村集体协商，土地价格弹性更大，该类住房的收益率，应与城镇建设用地租赁住房类似，甚至更高，也具备设立REITs的条件。不同之处在于，集体土地的产权性质不一样，但应该不会构成设立REITs的实质性障碍。

第三，公租房。公租房（含就业房、人才房等政策性租赁住房）是中国多层次租赁住房供应体系的重要组成部分，2017年中国公租房已建成存量1 300多万套，投资额约3万亿元。[10]公租房的未来增量很可观，从各个城市来看，上海计划“十三五”期间新增保障性住房55万套，重庆2016年计划未来3年供应4 000万平方米公租房，近62万套，截至2019年9月，已累计分配50.97万套。

部分该类资产的收益率能达到REITs的要求。以广州为例，2018年公租房标准租金为12~34元，平均约为23元/（平方米·月），以投资成本5 000元/平方米计算，毛租金收益率约为5.5%。广州的公租房分为户籍家庭公租房（户籍房）和新就业无房职工公租房（就业房），前者适

用群体为本市城镇户籍、低收入、特困户家庭，租金偏低；后者适用群体为在穗新就业无房职工，按前述标准租金实行。我们认为会存在较大一部分公租房类型尤其是就业房（或人才房），加上一些配套商业用房，其资本化率会在5%以上，从而可以先行试点，推出REITs。其他一线城市与此类似。

公租房具有税务上的便利，也是REITs的较优选择。根据《财政部国家税务总局关于公共租赁住房税收优惠政策的通知》，免税种类主要有城镇土地使用税、印花税、契税、部分土地增值税、营业税、房产税等，加上所得税往往可以通过折旧、利息等进行抵扣，因此净收益率较高。

综上所述，从目前的市场情况来看，城镇租赁用地住房、集体土地租赁住房和公租房是较适合发行租赁住房REITs产品的基础资产。但是，考虑到城镇租赁住房建设用地与用于租赁住房的集体土地在中国推出不久，资产入市预计还需要2~3年，公租房可能是现阶段中国进一步探索租赁住房REITs产品的合适资产，并为下一阶段上述两类租赁住房资产的大面积入市做好金融工具层面的准备。

类REITs的探索与公募REITs的思考

迄今为止，中国市场相继推出了30只租赁住房类REITs产品，具体见表17.1。

表17.1 租赁住房类REITs产品

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模（亿元）	交易场所
中联前海开源－华侨城租赁住房一号第一期资产支持专项计划	深圳华侨城股份有限公司	2019 年 9 月	21.50	深圳证券交易所
中山证券－佳兆业城中佳画住房租赁 1 期资产支持专项计划	创享家租赁服务（深圳）有限公司、深圳市佳兆业城中佳画发展有限公司	2019 年 8 月	2.34	深圳证券交易所
中山证券－东兴企融－朗诗寓长租公寓一期资产支持专项计划	朗诗集团股份有限公司	2019 年 7 月	3.51	上海证券交易所
国君－广州人才租赁第一期资产支持专项计划	广州开发区人才工作集团有限公司	2019 年 4 月	5.04	上海证券交易所
中联前海开源－华发租赁住房一号第一期资产支持专项计划	珠海华发实业股份有限公司	2019 年 3 月	15.48	上海证券交易所
海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划	海南省发展控股有限公司	2019 年 3 月	8.70	深圳证券交易所

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模（亿元）	交易场所
平安汇通－平安不动产朗诗租赁住房1期资产支持专项计划	平安不动产有限公司	2019年3月	10.68	上海证券交易所
中信建投－远洋地产长租公寓1号第一期资产支持专项计划	北京远盛丰房地产开发有限公司	2019年1月	3.08	深圳证券交易所
国开－上海地产第一期公共租赁住房资产支持专项计划	上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司	2019年1月	18.00	上海证券交易所
中联前海开源－恒大租赁住房一号第一期资产支持专项计划	恒大地产集团有限公司	2018年12月	11.80	上海证券交易所
华能信托－开源－世茂住房租赁资产支持专项计划－第一期	上海世茂佘山汇盈置业有限公司	2018年12月	2.00	上海证券交易所
世茂－华能－开源住房租赁信托受益权第二期资产支持专项计划	上海薇捷企业管理有限公司	2018年12月	5.00	上海证券交易所
长江资管－武汉地产公租房资产支持专项计划	武汉城市发展投资有限公司	2018年11月	8.91	上海证券交易所
深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划	深圳市人才安居集团有限公司	2018年11月	31.00	深圳证券交易所
中信证券－阳光城长租公寓1号资产支持专项计划	福州开发区君凯经济发展有限公司	2018年9月	12.10	深圳证券交易所
中信证券－泰禾集团慕盛长租公寓1号资产支持专项计划	慕盛（北京）公寓管理有限公司	2018年9月	8.11	深圳证券交易所
中联前海开源－越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	广州越秀集团有限公司	2018年8月	4.97	深圳证券交易所

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模（亿元）	交易场所
华夏资本-优城-景瑞三全公寓资产支持专项计划	中油资产管理有限公司	2018年7月	7.20	深圳证券交易所
中信证券-自如2号第3期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年7月	3.00	上海证券交易所
世茂-华能-开源住房租赁信托受益权资产支持专项计划	上海薇捷企业管理有限公司	2018年7月	5.00	上海证券交易所
高和晨曦--中信证券-领昱1号资产支持专项计划	上海领昱公寓管理有限公司	2018年6月	2.50	上海证券交易所
中信证券-自如2号第2期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年5月	3.00	上海证券交易所
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	碧桂园控股有限公司	2018年4月	17.17	深圳证券交易所
中信证券-自如2号第1期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年3月	2.60	上海证券交易所
中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	保利发展控股集团股份有限公司	2018年3月	17.17	上海证券交易所
招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	深圳市招商置地投资有限公司	2018年2月	20.00	深圳证券交易所
新派公寓权益型房托资产支持专项计划	洋部落（北京）企业管理咨询有限公司	2017年11月	2.70	深圳证券交易所
中信证券·自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2017年8月	5.00	上海证券交易所

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模（亿元）	交易场所
魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	魔方（南京）企业管理咨询有限公司	2017年1月	3.50	上海证券交易所
天津市房地产信托集团有限公司2012年度第一期资产支持票据	天津市房地产信托集团有限公司	2012年8月	20.00	银行间交易商协会

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、银行间交易商协会。

我们从资产类型、产品属性、交易结构、交易主体等方面进行了对比和分析。

资产类型

天房、魔方、自如等主要依靠租金收入作为本息偿付来源的产品是轻资产的证券化产品，新派、保利类REITs与招商蛇口商业房地产抵押贷款支持证券等产品则属于更依靠底层资产（租赁住房）的重资产。一方面，魔方、自如等轻资产运营企业，不拥有物业产权，其产品是以租金收益权或应收账款作为基础资产的证券化产品，与企业的运营模式具有较高的匹配度，能够在一定程度上加快企业资金的周转效率、降低企业融资成本。但是，对于保利、招商蛇口等重资产企业而言，由于依靠收益权的融资规模相对初始投资较小，此类证券化工具在提升投资回报率、优化企业财务结构等方面的作用有限，而REITs产品和商业房地产抵押贷款支持证券基于物业资产信用，可发行规模较大的证券化产品。特别是以不动产产权为基础的REITs产品，在合理交易结构设计的前提下，还可以达到优化企业财务结构的目标，更大的发行规模和财务结构优化目标与此类重资产企业的经营模式更契合。由于REITs是整个租赁住房证券化产品链条的“源头”，加上中国住房租赁市场的巨大存量资产，REITs模式将在中国租赁住房证券化产品中占据更为核心的地位。

产品属性

上述各产品虽然整体上仍然偏融资属性，但其权益属性在逐步加强。天房、魔方与自如三单产品的基础资产均为信托贷款或委托贷款债权，因此产品拥有非常明确的债权证券化属性。与之相比，新派和保利

类REITs产品拥有底层资产（租赁住房）的完整产权，并以资产未来的运营和处置收益作为投资者的收益来源，因此已经具备权益类产品的基础。随着未来中国租赁住房资产价格更加合理，运营收益不断提升，以及次级份额市场流动性不断改善，REITs产品的权益属性将不断加强，并逐步接近国际标准化REITs。

产品结构

租赁住房类REITs产品现以“专项计划＋私募基金＋项目公司”模式持有底层资产（租赁住房）产权，未来可以根据公募REITs的产品架构实施最终搭建。类REITs以契约型私募基金为基础资产，底层资产均是租赁住房物业，如果公募基金持有其全部资产支持证券份额，则为标准化权益型REITs的产品架构；魔方和自如租金收益权资产支持证券的基础资产是信托计划收益权，底层资产分别是信托贷款和小额贷款，若在资产支持证券上加上公募基金结构，则是一个公募债权型REITs。

交易主体

魔方、自如两单资产支持证券的原始权益人为长租公寓的运营商，新派代表房地产私募基金投资者，保利、招商置地则代表中国众多房地产开发企业。交易主体范围不断扩大，代表性逐步增强，我们期待市场上有更多的租赁住房持有人通过证券化搭建更加完整的商业运作模式。

在分析上述案例的基础上，我们认为中国目前发行的多单租赁住房资产证券化产品，是推出公募REITs的有益探索，为公募REITs市场的开发和建设积累了经验，营造了市场环境，培育和吸引了更广泛的投资者群体。除上述比较外，具体还表现在以下几点：

第一，标准化公募REITs根据设计要求，通常持有物业产权，并由主体信用向资产信用转变。租赁住房类REITs产品的底层资产均为有产权的物业，并以物业未来产生的现金流作为产品结构设计的基础。其中，新派类REIT尤其反映了资产的信用，产品结构设计基本没有主体的增信措施，而主要依靠租赁住房自身的资产价值和现金流收入偿付投资者的本金及预期收益。

第二，管理架构逐步完善，资产管理体系不断加强。类REITs在基础资产层面均形成了体系化的资产管理架构，私募基金管理人充当重要

角色，且由管理人聘请专业的运营机构为租赁住房资产提供专业服务，如新派项目的“青年乐”、保利项目的“保利商管”和“保利安平”。体系化资管架构的搭建、各层级专业角色的安排、底层资产（租赁住房）运营机构的培育，为标准化公募REITs的管理架构和业务结构设计做了铺垫。

第三，投资者范围在不断扩大。除传统银行投资者投资产品优先级外，部分产品，如新派类REIT次级也向外部独立投资者进行销售，使原始权益人实现了真正的退出。

中国住房租赁市场发展空间巨大，公募REITs作为长期持有型专业载体，不仅是住房租赁市场的重要供应主体，可助力住房租赁企业持续健康发展，落实租售并举战略，还可以增加资本市场投资品种，优化行业资本结构，提升行业运营水平和服务质量等，意义重大。通过分析多家租赁住房资产证券化产品的特点，我们认为，市场在资产证券化方面的实践，是对推出公募REITs的有益探索，为公募REITs的推出积累了经验，创造了市场环境，培育了投资者，起到了很好的示范作用。基于以上分析，针对租赁住房公募REITs的推出，我们认为政策、监管和市场建设方面的重点工作包括：

- 国家应增大对住房租赁领域的土地供应，通过“自持比例限制”降低土地供应价格。但应预留“允许自持土地及住房进行证券化运作”的出口。
- 研究和推出针对租赁住房REITs的专项税收支持政策，依据税收中性原则，解决双重征税、重组税负过重等问题，进而促进住房租赁市场健康发展。
- 加强专业品牌运营机构的培育工作，支持市场化运营机构数量和运营水平的稳步提升。
- 对于运营水平达到市场要求的资产（特别是公租房类资产），可以尝试进行公募REITs试点，从土地性质、产权、估值、租约、产品架构、资产管理、投资者信息披露等方面进行论证并取得相关主管部门的支持，为下一阶段中国住房租赁市场的快速发展提前做好配套金融工具的支持准备工作。
- 加强投资者教育，营造良好的舆论环境，充分宣传REITs对建立住房租赁市场长效机制的积极作用。

租赁住房REITs是REITs产品的一大类别，是以发行收益凭证的方式募集投资者资金，由专业投资机构进行租赁住房资产的投资、经营、管理，并将投资收益按比例分配给投资者的一种金融产品。

租赁住房REITs使能够产生稳定运营收入的租赁住房资产上市，能够有效盘活租赁住房持有企业的存量资产，促进住房开发思维、开发模式的转变，对住宅行业实现健康、有序、平稳发展具有重要意义。

总体来看，目前中国推出租赁住房REITs的条件已基本成熟，可针对重点区域重点企业的适当资产推出租赁住房REITs试点，逐步积累经验。从长远发展看，当前还存在一些影响租赁住房REITs发展的情况，如普通住宅性质用地的租赁住房资本化率较低，租赁住房运营企业运营水平尚待提高，租赁住房资产重组税负相对较重，部分成本较低的划拨用地、集体用地是否可作为REITs的基础资产尚需政策明确等，均需积极推动解决，以促进中国租赁住房REITs的长期健康发展。

---

[1] 资料来源：链家研究院。

[2] 资料来源：中国指数研究院。

[3] 资料来源：链家研究院。

[4] 资料来源：中国指数研究院。

[5] 资料来源：NYSE Top 500 Companies by Market Cap as on Nov 7th 2019. https://www.value.today/world/top-500-companies-listed-nyse?title=&page=2.

[6] 此处以5%作为示例，实践中因项目的不同而不同。

[7] 据链家统计，北京普通住宅的资本化率为1.7%

[8] 浙江在线.住在杭州网，浙报传媒地产研究院.

[9] 参见兴业证券研究所发布的《房屋租赁系列报告一：美日历史，中国未来！》。

[10] 按一套房平均面积约45平方米，每平方米投资成本为5 000元计算。

第十八章
商业物业REITs

商业地产是指用于商业行为的地产，包括用作零售物业、酒店等的商业营业用房、写字楼以及其他商业服务经营场所。商业地产是商业和房地产的复合产物，其价值构成包括地产物业本身的价值，以及商业空间和消费空间。和其他类型的地产投资一样，商业地产的价值受到地价、房价等不动产开发指标的影响，对于经济政治环境、国家宏观调控政策的变化敏感度高，但不同的是，商业地产还对社会消费水平、零售行业发展水平等零售行业因素有很高的依存度。

中国传统的商业地产以百货商店、超市、写字楼和酒店等业态为主。随着城市的快速发展，零售商业的竞争格局日趋激烈和多元，大量运营理念或外观较为老旧的商业物业需要更新升级，将原有商业元素与现代新型主题、社交和运营手段等结合以重塑价值。近几年来，在消费升级的大潮下，不少零售和购物中心转变为集购物、科技、生活、文化等活动为一体的大型综合体，满足消费者多种生活需求，带来全新的感官体验。在新零售时代，大数据、AI、物联网等新技术、新形式提升了商业地产的创造力。写字楼业态中也出现了创业园区、共享空间等新型运营模式，让很多旧有物业重新焕发了生机。在这样的背景下，民宿、酒店式公寓等酒店业态也逐步发展，这些运营商盘活存量物业，对现有的酒店物业进行升级改造，通过大数据分析精准定位，提高酒店入驻率。

随着中国经济的飞速发展，国内商业地产的开发投资始终保持高位增长，在2010年商业地产发展最快时增速一度达到34.15%。其后，随着中国宏观经济增速逐步回落和稳健货币政策的推行，商业地产投资增速逐步回落。2015年以来，在经济下行压力增大、楼市库存高企、去杠杆防风险的背景下，不动产企业融资难度增大，商业地产的开发投资增速大幅减缓，中国商业地产逐步迈入存量时代，有效盘活存量资产成为行业发展面临的重要课题。成熟阶段的商业地产有持续稳定的经营性现金流，与REITs的本质相符，通过证券化，以未来持续稳定的现金流融资，能够匹配商业地产开发较高的资金需求，让重资产的商业地产

变“轻”，以达到盘活存量的目的。

全球商业物业REITs市场的重要资产类型

商业物业资产是全球REITs市场中最重要的资产类型之一。商业物业REITs主要分为3种类型：以购物中心和零售商铺为基础资产的零售REITs，以写字楼为基础资产的写字楼REITs，以酒店和酒店式公寓为基础资产的酒店REITs。此外，有相当一部分的多元化REITs产品以各种类型的商业物业为主要的基础资产。商业地产的盈利模式围绕商业、地产和金融属性，商业物业REITs的估值除了要考量资产本身是否具备良好的变现价值，也还要考虑物业是否有可持续的现金流。商业地产单笔规模较大，变现所需周期较长。商业地产所覆盖的标的，如零售商店、购物中心等，具有获取经营性现金流的能力。一般而言，商业物业的盈利分为两部分，一部分是底层收益，取决于物业固定租金收益，另一部分则是商业运营阶段所产生的商户零售额按提成计量。因此，从经营性现金流的角度来看，商业物业对运营商的要求较高，物业的管理水平会直接影响租金、出租率和零售额。

对于商业物业来说，相对于经营性物业贷款、商业房地产抵押贷款支持证券等融资方式，发行REITs有三个优势：一是，REITs帮助原物业持有人盘活存量资产，快速回笼资金。REITs对于原物业持有人来说是一条资金退出渠道，对于原物业持有人有融资和回血的功效，盘活原物业持有人的不动产，加速原物业持有人的资产与资金运营效率。二是，REITs可降低原物业持有人的负债率，改善其财务报表。商业物业由于初始投资规模大，原物业持有人往往依靠较多的贷款来支撑其商业物业的开发建设，杠杆率较高，通过发行REITs，可以实现该资产出表，降低原物业持有人的资产负债率，同时增加现金流，改善其资产负债表。三是，REITs可以帮助原物业持有人实现轻重资产分离，使原物业持有人由重资产运营模式向轻资产运营模式转变，如由购物中心的持有人转变为购物中心的运营者，以轻资产撬动重资产的运营收益。

境外REITs业态非常丰富，但其中的商业物业REITs仍然占据着主要地位。截至2019年6月，富时/欧洲公共房地产协会/全美房地产投资信托协会的全球发达地区不动产成分股中，共收录169只商业物业REITs，其中零售REITs 64只，市值为2 965.25亿美元，工业与办公类88只，市值为3 894.47亿美元，酒店类17只，市值为561.61亿美元，商业物业类

总市值为7 421.33亿美元，占成分股数量的50.6%。商业物业REITs的投资收益率较为稳健，过去5年，根据富时/欧洲公共房地产协会/全美房地产投资信托协会全球发达地区不动产行业总回报指数，零售和购物中心REITs和写字楼REITs的平均收益率分别为1.2%和5.0%，相较于其他类型的REITs，收益率略低。但是商业物业REITs的波动率低于同类产品，零售和购物中心REITs与写字楼REITs的5年平均波动率为13.4%和12.2%。

美国是商业地产发展的领跑者，早期的购物中心探索和实践主要集中在美国。从成熟市场的经验看，REITs和资产证券化的推出加速了商业地产市场的发展。美国拥有成熟的REITs市场，REITs的类型十分多样。截至2018年年底，美国REITs市场中，零售和购物中心REITs占总市值的13%，写字楼REITs占11%，酒店REITs占6%，商业物业REITs合计占美国REITs总市值的30%。日本、新加坡、澳大利亚和欧洲商业物业REITs的市值占比均超过该市场REITs总市值的1/3，其市值占比分别为41%、33%、42%和33%，其基础资产以零售和购物中心为主，写字楼和酒店为辅。中国香港的商业物业REITs的市值占比高达80%，其中零售和购物中心REITs占比达62%。此外，众多多元化REITs产品的基础资产中，商业物业也是重要的组成部分。

目前，全球规模最大的商业物业REITs为美国西蒙地产集团（Simon Property Group）所有。截至2019年6月，西蒙地产集团的总市值为463.88亿美元，集团旗下运营和管理地区性购物中心、奥特莱斯名品折扣店、大都会区购物中心以及社区生活中心等零售业态，主要收入来源为租金、租户补偿及管理费用。REITs的上市对西蒙地产集团的发展有着重要作用，在上市之前，西蒙地产集团主要侧重于购物中心的开发。在上市之后，西蒙地产集团的业务快速扩张至全国，发展重心也逐步由购物中心的开发转移到并购、持有、优化和整合等过程，经营收入以每年17%的速度持续增长。

商业物业也是中国类REITs基础资产中最为重要的组成部分，截至2019年6月，中国已发行的类REITs中，商业物业类REITs共计37单，其中，购物中心和零售商铺类REITs共计22单、写字楼类REITs 12单、酒店类REITs 2单、商业综合体类REITs 1单，发行规模分别占48.98%、22.42%、8.80%、1.84%。

商业物业可持续发展与REITs市场

商业地产是稳定中国不动产行业及消费市场的重要力量，在拉动投资增长、促进消费升级等方面起到重要作用。经过多年的扩张，中国目前已经积累了大量的商业物业。十几年前，优质写字楼和零售物业只集中在一线城市；如今，中国几乎所有的二、三线城市都建成了现代化的购物中心和高品质的写字楼。然而，消费需求升级、新兴产业兴起乃至网络零售的深入人心逐渐塑造了新的商业地产时代，向商业地产的市场参与者提出了全新的挑战，无论主动还是被动，他们都面临着更高的管理水平和更快的响应速度的要求。目前，中国商业物业的发展面临以下问题：

第一，商业物业供需不平衡，投资趋向保守和谨慎。在需求侧，消费降速导致商业物业需求下调，特别是零售物业，利润空间不断收缩；在供给侧，商业物业已呈现供给过剩的趋势，人均商业物业面积接近饱和，引发空置率的提升。供需无法匹配是目前中国商业物业发展的一大“拦路虎”。

从需求侧来看，人均消费水平的增速对于零售业的发展起到至关重要的作用。近年来，由于中国整体消费水平增速放缓，以零售物业为主的商业物业需求也随之降低，特别是在没有商业和产业支撑的三、四线城市，更容易出现产品类型与市场需求不匹配的问题，在供大于求的情况下出现空置。此外，相对于其他的物业类型，商业物业更注重投资选址、项目策划、物业管理、物业服务等软性竞争力。目前中国大部分商业物业开发商尚未意识到提高服务意识和物业质量可以提高不动产的溢价能力，忽略了这个部分对于商业物业开发的重要性。

从供给侧来看，伴随着住宅市场的宏观调控，中国商业物业自2009年起呈井喷式增长，商业服务用地供应面积快速上升，大量传统房地产企业转型开发商业地产，商业地产投资增速持续超过住宅投资增速，导致以购物中心、城市综合体和写字楼为主的商业地产供应量激增，供应量的快速增长导致部分地区出现阶段性供大于求、竞争加剧的情况，商业地产不得不面临高库存、同质化运营等困境。从目前商业物业的总量来看，中国重点城市的人均购物中心商业面积已达到0.6平方米，仅略低于纽约市人均0.74平方米的水平。对比中国重点城市和纽约的消费水平和能力可以发现，中国的商业物业整体面临结构性过剩问题。

近两年，中国商业地产去库存取得了阶段性成效，商业地产开发投资与新开工规模有逐年下降的趋势，商业地产开发投资额占房地产开发投资额的比例由2017年的21.2%下降至2018年的17.4%。商业地产新开

工面积占房地产新开工面积的12.5%，延续2016年以来的下降趋势，全国大部分省市的商业地产新开工面积降幅在20%以上，其中北京受调控政策影响，商业营业用房新开工面积同比下降66.0%，在代表省市中降幅最大。从商业地产的细分类别来看，商业零售物业的占比下降幅度明显高于写字楼。在新开工逐步放缓的情况下，全国商业营业用房的供求关系逐渐缓和，但未来，仍需进一步努力以平衡商业地产的供需关系。

第二，业态原始简单，线上电商带来冲击。近年来，随着中国电子商务几何级数的增长，商业物业受到挑战和冲击。目前，中国零售物业的业态仍较为简单，较成熟的有百货商店、超市、家居建材商店等，超级市场、便利店等业态也随着人们的需求迅速发展，但电子商务模式更加多样地满足了消费者的消费需求。在成本方面，互联网电子商务模式具有非常强的优势，避免了零售物业、购物中心等前期投资高，现金流要求大，后期需要优质管理等资金和经营难题。与线下业态相比，电子商务十分灵活，不受地理位置的限制，场地成本低，尤其是在价格敏感和零售业态相对不发达的二、三线城市，具有更大的成本优势。电子商务能均衡地向各个区域渗透，随着中国互联网的普及，电子商务可以轻松触及偏远、经济欠发达地区，但商业物业由于采取店铺零售型投资，极大被地理因素限制。

第三，中国商业物业投资存在流动性低的问题。尽管中国商业地产大宗交易在近10年来快速增长，由2008年的500亿元增长至2018年的近3 000亿元，年均复合增长率达20%，但总体来看，大宗物业交易额仅占可投资商业地产交易额的1%，活跃度远低于美国、英国、澳大利亚、新加坡等国家。造成中国商业地产流动性偏低的原因多种多样，其中最重要的就是中国商业地产一直以散售为主，而散售与大宗物业交易在一定程度上具有相互替代关系。2016年，全国商业物业销售总额达1.6万亿元，接近大宗物业投资额的9倍，这一现象在广州、深圳、杭州等地更为明显。此外，目前中国商业地产的证券化规模仍处于极低的水平，总规模仅为美国市场的1%，证券化作为向商业地产注入长期资金的重要方式，对于解决散售模式、化解中国商业物业流动性低的局面具有重要意义。

第四，中国商业物业存在融资难的问题。目前，中国商业物业融资以银行贷款和非标融资为主，主要依赖以银行为核心的金融机构，形成了严重依赖资产抵押的债权融资模式，直接股权融资的比重很小。商业物业庞大的资产存量，以及极为有限的融资渠道，使如何通过金融创新

优化资本结构、降低资金成本，成为不动产市场亟待解决的问题。目前，资产支持证券是商业地产适逢其时的市场化金融工具，前景广阔。与传统融资模式依赖资产抵押或主体增信不同，REITs通过持续性经营管理提升租金收益，挖掘物业价值，借助资本市场给投资者带来长期稳定的回报。从地产行业的发展来看，REITs不仅是一种融资工具，实质上也是一种新的商业模式，优化资源配置，加速优胜劣汰，通过长期、持续的物业增值实现优质商业物业的品牌价值输出，不仅能帮助商业地产开发商实现轻资产转型，还能使商业地产运营商借助资本打造核心竞争力，引发行业新变局。

目前中国商业地产步入存量时代，城市化进程加速了商业地产的繁荣，不断扩大的城市版图意味着更多的居住区和商业区，在以往传统的土地驱动模式中，开发商依靠快速拿地和高速周转实现规模和利润的扩张，然后再以住宅和商铺销售反哺商业地产。但随着城市化进程的减缓，长期积累的存量用地和商业物业无法匹配企业和居民日益增长的使用需求，运营效率低下，供给侧收紧成为常态。有研究数据显示，二、三线城市商业物业的消化周期在50个月以上，一些城市甚至更高，超过100个月。相对于住宅地产，商业地产去库存的形势和挑战更严峻。如果单纯以销售作为去库存的方式，那么随着商业物业存量的不断增加，去库存的压力将只增不减。而将商业物业作为底层资产发行REITs产品可以有效地解决地产行业去库存的痛点问题。

对于地产行业，尤其是投入高、投资回报周期长、高风险的商业地产行业，金融化退出将在行业下行周期为行业参与者提供重要的资本运作选项。对于商业地产，目前常见的退出机制包括银行融资、出售整体物业、出售部分股权或金融化退出。银行融资是指物业持有人将资产作为抵押向银行申请融资贷款，用物业运营、出租后获取的租金收益还清贷款。这种方式的优点在于开发商保留了物业的产权，但对物业运营商、现金流极具考验，经营风险大，而且融资难度会随着经济周期波动，不确定性高。出售整体物业对于开发商本身难度很高，不动产本身流动性低，商业物业项目规模大，有能力收购整体物业的买家并不多。出售部分股权对于不动产企业来说是目前较好的一种退出方式，可以在较短时间内快速融资，也可以依据企业需要出售不同份额的股权，保留对物业的绝对控制权。但这种方式的缺点在于产权复杂，难以实现后期的统一管理。金融化退出则是一种广受欢迎的退出机制，推出商业物业REITs等不动产金融产品可以充分享受资本市场的增值收益，将流动性低、份额大的固定资产转变为可流通的证券化产品，降低了变现难度，

REITs还可以享受税收优惠。尤其是在房地产金融杠杆普遍过高的背景下，商业资产的证券化更具现实意义，可以有效盘活商业物业的存量资产。

对于中国金融市场而言，发展商业物业公募REITs丰富了金融市场的大类资产，通过证券化将商业地产分成小份额的不动产基金，投资者可以通过投资REITs产品获得商业物业的投资机会。REITs产品本身拥有高分红比例，与其他类型的金融资产、其他地区的REITs等的相关性低，为投资者进行资产配置增加了选项。发行商业物业公募REITs也为境外投资者提供投资中国优质商业物业的机会，同时也是中国商业地产走向国际化、规范化的重要标志。

中国商业物业REITs市场展望

中国商业地产已进入存量时代，虽然有巨大存量需要消化，但市场蕴含的潜能和巨大的消费力并未完全释放，其庞大的发展空间和亿万级的商业价值是很多行业无法比拟的。在美国等成熟的金融市场，REITs和资产支持证券等直接融资获得的资金是商业地产企业最主要的资金来源，而银行抵押贷款等间接融资获得的资金则是辅助的资金来源。目前，美国上市交易的REITs公司的总股权市值已突破1万亿美元，持有2万亿美元的资产，其中有30%为商业物业，资产支持证券的发行人也持有1万多亿美元的资产；相对而言，商业地产抵押贷款的规模仅为3 000多万美元。在同等条件下，通过REITs进行直接融资，融资成本通常低于通过银行及非银行金融机构进行的间接融资。REITs融资引入长期社会资本，极大地提升了不动产企业的融资期限，为企业的运营和发展提供了有力的支撑。

相对于境外的金融创新，中国REITs、房地产私募基金虽然刚刚起步，但直接金融在未来将成为商业地产的重要融资方式。随着政策、税收制度与环境的改变，以及越来越多的专业投资机构的参与，中国商业地产的资本运作水平将显著提高，最终形成通过商业地产开发和收购不断扩大资产规模，通过专业的资产管理、持有经营提升物业价值，通过房地产私募基金、REITs等进行资本运作的良性循环，真正打通“投融管退”的闭环。随着中国房地产市场与金融行业的迅速发展，房地产资产证券化的规模在不断扩大，底层资产涉及的业态更加丰富。近两年，中国已经有许多机构开始尝试资产管理业务，产业链各方获得金融资本的护

航，纷纷成立商业地产基金。其中，既有商业管理公司利用自身管理品牌优势发起，也有开发商旨在借助资本盘活自身存量物业而发起。无论是哪种方式，通过REITs或重资产基金来持有物业资产，经由资产管理机构进行轻资产运营，提升估值后证券化退出，将是中国步入商业地产成熟阶段的重要路径。

根据国家统计局关于商业营业用房和写字楼的投资数据，在过去几年中，中国商业用地由于供给规模过大，消费水平有限，许多城市面临较大的商业物业库存压力。2016年后，中国的商业营业用房和写字楼的投资绝对量略有下滑，2018年商业物业投资额占比约为14.6%。2018年全国开业的购物中心超过530个，2019年全国开业的购物中心有522个，新一线城市成为热门开发地区。中国GDP仍处于6%以上的增长水平，城镇化率仍处于上升阶段，随着居民消费水平的增长与消费结构的升级，中国的零售业态面临着消费升级带来的新零售业态的蓬勃发展，商业物业也面临着资产组合调整和运营水平的专业化提升，随着商业地产结构的优化，中国商业物业的投资额也将趋于稳定。

目前，中国商业地产的证券化规模仅相当于美国的1%，商业地产行业的进一步发展将在很大程度上依赖REITs市场的建设和发展。根据REITs占GDP和股票总市值的比例推测，中国境内REITs市场规模为5万亿～12万亿元。作为不动产市场和REITs市场中的重要分类，中国未来商业物业的存量占比也将向其他发达国家看齐，预计约为25%～30%，商业物业REITs市场规模能达到1万亿～3.6万亿元。中国商业地产增速放缓，逐步走向存量时代，随着人口红利的不断弱化，未来商业物业发展的关注点需要从量转向质，而商业物业REITs的推广和发行也面临着诸多困难。

第一，目前中国优质商业物业资产不足，无法满足市场资产配置的基本需求。针对中国目前商业物业业态单一的情况，不动产商应推动多元化消费场景的打造，并根据消费人群给出相应定位，避免市场同质化程度过高。随着科技的发展和技术的进步，中国零售业应将目光放得更长远，不能只局限于传统的零售模式，应适当引入新科技如VR零售等来实现实体商业店铺运营的科技化，拉动店铺流量和销量的增长。对于商业物业的管理，适当引入大数据和人工智能，提升后台数据分析、商场人流预测、客户画像、营销方式等，从而提升商业物业质量。对于电子商务带来的冲击，商业地产应顺应潮流，积极推动线上和线下融合，以移动端零售带动线下零售的增长，结合两者的优势，打通全渠道新零售

模式。2016年，国务院办公厅印发《关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》，商业地产也应更注重布局这五大幸福产业，积极扩大新兴消费，稳定传统消费，挖掘潜在消费。未来，抓住市场结构性机会，将现有的过剩物业改良，注入优质管理和品牌运营管理将成为中国商业地产的发展方向。

第二，商业物业持有人与投资者对资产价值的认知维度不一致。经历中国房地产市场尤其是住宅地产市场蓬勃发展的数十年，部分资产持有人往往将商业物业与住宅地产同等看待，希望参照住宅地产的定价逻辑、定价方式对商业物业进行定价，对外出售资产时通常强调地段、设计、用材、装修质量等硬件因素，并希望参照同区域已成交的较高定价的项目定价。而中国商业物业投资者和住宅地产投资者不同，住宅地产投资者主要看中高去化，通过高周转迅速实现资金回流和收益兑现，而商业物业主要将未来运营收入的稳定增长作为回款来源，其投资回报周期较长，商业运营水平直接影响运营净收入，进而影响商业物业投资者的收益。运营水平相对较差的商业物业通过收益法进行的估值定价往往无法达到商业物业持有人通过市场法估值的心理预期，所以由于运营水平无法满足REITs投资者对收益率的要求或原商业物业持有人认为REITs定价过低不愿对外出让权益，大量商业物业并不符合设立REITs的条件。随着商业地产市场参与者的日趋成熟，各类商业地产持有人及投资者均开始着眼于商业物业运营管理水平的提升，希望通过运营管理水平的提升提高资产价值。具体而言，商业物业管理人应对其进行全面提升的专业管理，业务范围包括物业管理、租户及租约管理、财务管理、资产评估、融资及保险安排。这对商业物业管理人或资产持有人的综合管理能力是全方位的考验，要求管理人在项目筛选、投后管理、退出结算等各个方面必须具备主动管理的实力，能够为商业物业创造源源不断的价值。

第三，中国商业物业收益率偏低，税收制度问题仍待解决。中国商业地产成本高，无论是置办物业成本还是后期运营成本都偏高，导致商业物业的租金回报率偏低。目前，中国大部分的商业物业无法达到REITs产品要求的收益率，尤其是在没有税收优惠的情况下，要达到REITs产品要求的收益率，是难上加难。按照资产筛选的传统逻辑，核心城市核心区域的核心物业是投资风险最小、安全系数最高的投资标的，但其定价往往不能满足REITs产品对投资收益率的要求。而其他类型的物业往往会引起投资者的各类疑虑，在新零售的影响下，非核心城市或非核心区域的物业可能因为线上线下渠道的融合而改变物业的客群

覆盖范围，增加其获客量，进而提升其运营收入，与REITs产品对收益的要求逐步匹配，此类物业也将成为REITs合适的投资标的。REITs的税收优惠政策是REITs在境外市场成功的关键因素之一，美国等国家的REITs都是税收驱动型金融产品。目前中国并没有出台相关的税收优惠政策，就REITs标的而言，商业物业经营管理的税种和税率是一大劣势。在当今中国的税法框架下，商业物业的持有、经营和转让都面临较重的税负，使REITs产品的收益率无法达到投资者的要求。在中国目前推出的一些类REITs产品中，部分产品通过享受政府特殊税收待遇达到税收优惠。在中信启航REIT项目中，地方政府在中信金石基金收购北京、深圳中信证券大厦项目公司的股权时给予了特殊税收优惠。这个优惠的根据是《财政部国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》，中信金石基金符合文件中特种重组的条件，享受了免税重组。对于没有满足特种重组条件的公司，企业难以从税务系统中获得税收减免的优惠。

本章所述的商业物业REITs包括3类，分别是购物类REITs、写字楼类REITs以及酒店类REITs，这3类产品在境外成熟市场由于其资产所处行业的差异通常被分别归类。但由于境内REITs市场尚处于发展初期，这3类产品均具有现金流相对稳定、市场大宗交易相对活跃、与商业商务活动关系密切等特征，因此将其归于商业物业REITs。

商业物业REITs的发展将引导商业物业持有人从重开发向重运营转变，将引导资产持有人、投资者以不同于住宅地产的方式对商业物业定价，进而保障商业物业市场的稳健发展。随着中国REITs市场的持续发展，更多商业物业持有人将拥有更明确的资产退出渠道，进而有更大动力按照REITs的定价逻辑运营管理资产。这有助于实现REITs与商业地产行业的良好互动、共促共赢。

第十九章

物流REITs

“物流”一词于20世纪初起源于美国，最早被应用于军事领域，指军备物资的运输、补给、管理等活动。随着商品经济的发展，物流逐渐应用于商品流通领域，指物品从供应地到接收地的实体流动过程。随着技术的进步和社会的发展，物流的概念进一步延伸，美国供应链管理专业协会（CSCMP）对物流的最新定义为：通过规划、执行和控制等环节，在起始地和目的地之间对包括服务和信息在内的商品进行有效且高效的存储和运输，以满足客户的需求。根据实际需要，在物流中，需要将运输、储存、装卸、包装、流通加工、配送、信息处理等进行有机的结合。物流业是支撑国家经济发展的基础性产业，对于促进资源分配、提升居民福利具有重要作用。2018年中国社会物流总额[1]为283.1万亿元，是GDP的3.14倍。

从产业链看，物流行业可以分为物流基础设施、物流运输两大环节。物流基础设施环节包括道路基础设施的建设管理、仓储基础设施的建设管理以及物流设备制造。按照运输方式划分，物流运输环节可以分为公路运输、铁路运输、水路运输、航空运输和管道运输等，物流基础设施为物流运输提供空间、设备，而物流运输则在物流基础设施的基础上实现货物点对点的流动。

物流地产属于仓储基础设施，是现代化物流设施的不动产载体，属于工业地产范畴，按照业态可以细分为物流仓库、配送中心和分拨中心等，对于物流基本功能的实现起着至关重要的作用。物流地产的开发和运营模式于20世纪80年代首次在美国市场提出并实践，根据物流企业的客户需要，在合适的地点投资和建设企业发展所需要的现代物流设施，其基本环节和链条包括融资拿地、建设开发、招商运营等。对于物流地产商来说，收入主要由租金收入、服务收入、不动产增值三个部分构成。租金收入是物流地产商最主要的收入来源，经营者将园区现代化物流仓储设施、配套物流交通设备、配套写字楼等租赁给第三方物流企业、电商企业、各行业的生产型企业等。服务收入是仅次于租金收入的收入来源，根据经营模式的不同，部分物流地产商同时作为专业的物流

产业园运营商，为租赁企业提供信息培训、配套装卸、简单加工、代理保管、库存质押融资等增值服务，收取一定的管理费用。物流地产商还能通过土地与物业交割，或资本市场的上市交易享受物业的增值收益。

物流地产的运营模式和收入特性使其天然契合REITs的制度安排，满足REITs投资者的收益率要求，是物流REITs重要的基础资产之一。与传统不动产相比，物流地产属于典型的持有型物业，其收入主要来自租金收入，注重通过持续的管理服务获得经营性收益及其他增值收益，能够产生持续、稳定的现金流，匹配REITs投资者的要求。与其他持有型商业物业相比，物流地产REITs通常具有较高的投资回报率，以满足客户需求为驱动的物流地产，与制造商、零售商、物流商的业务高度绑定，通常具有较高的客户黏性，易于跟随客户业务进行区域网络化扩张，较其他商业地产有着更强的扩张能力。对于REITs投资者而言，物流REITs为投资者提供了新的底层资产类别，与商业零售、写字楼等资产收益率的相关性较小，有助于投资者分散投资风险，提升投资组合价值。

物流REITs的境内外实践

物流地产是重要的不动产类别，以物流地产为基础资产的物流REITs是全球REITs市场的重要组成部分。截至2019年6月，富时/欧洲公共房地产协会/全美房地产投资信托协会的全球不动产指数成分股中，共收录43只工业、物流或仓储REITs，占全部成分股数量的9.03%，物流或仓储成分股的总市值达到2 289亿美元，占指数总市值的13.0%。与其他种类的REITs相比，全球物流REITs具有可观的收益率和风险调整收益率。过去5年，根据富时/欧洲公共房地产协会/全美房地产投资信托协会的全球发达地区不动产行业总回报指数，物流REITs和仓储REITs的平均收益率高达14.9%和12.6%，风险调整收益率分别达到1.1倍和0.8倍，与住宅和公寓类REITs的水平相当，远超其他REITs类别。若将时间拉长至10年，物流REITs和仓储REITs的风险调整收益率为1.0和1.2倍，超过其余全部REITs类别。

美国、澳大利亚、英国是全球物流REITs总市值排名前三的地区。2019年6月，美国物流REITs市场总市值达到1 276亿美元，占美国公募REITs市场总市值的13.9%，超过全球物流REITs市场总份额的50%，其中工业物流巨头普洛斯市值高达505亿美元，经营并管理超过360个物流

园区，物业总面积超过6 000万平方米；而经营2 429个存储设施的仓储业巨头公共存储信托（Public Storage）市值达到416亿美元，自助仓企业迷你共享仓库（Extra Space Storage）的市值同样超过100亿美元。在非美国市场中，澳大利亚嘉民集团（Goodman Group）、英国Segro集团的REITs总市值均超过100亿美元。

尽管中国境内尚未形成标准化的公募REITs市场，但在类REITs市场中，已经不乏关于物流地产的资产证券化尝试，物流地产受到越来越广泛的关注和认可，取得了多项突破。

2016年8月4日，中信华夏苏宁云享资产支持专项计划（简称苏宁云享类REIT）在深圳证券交易所正式挂牌，成为中国境内市场第一只物流仓储类REITs产品。该产品发行规模为18.47亿元，其中优先级发行规模为12亿元，发行利率4.0%；次级发行规模为6.47亿元，为投资型产品，不设预期收益率。产品的底层资产为苏宁云商持有的位于6个核心一、二线城市及国家高新区的优质物流仓储资产，具体为广州物流中心物业、成都物流中心物业、南昌物流中心物业、无锡物流中心物业、青岛物流中心物业及包头物流中心物业。该产品的成功发行，突破了中国类REITs产品集中于商业物业的现状，超过1/3的次级展示了物流地产的投资价值，打破了中国市场投资者对于类REITs产品偏固定收益属性的印象，受到了投资者的广泛认可。

2018年12月11日，由华泰证券（上海）资产管理公司担任计划管理人的华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划成功设立，专项计划已取得深圳证券交易所出具的无异议函。该产品是中国境内首单类永续物流地产储架类REITs，储架规模50亿元，首期发行规模18.46亿元。底层资产为顺丰旗下上海青浦产业园和无锡电商产业园，由招商银行股份有限公司担任托管机构，深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司担任原始权益人。上海青浦产业园地处虹桥机场物流产业集群区，是各大物流公司全国总部的聚集地；无锡电商产业园地处无锡硕放机场物流产业集群区，以“空港物流城”品牌为核心，产业聚集度非常高。此次发行以上述两处产业园资产的剩余土地使用年限为发行期限，最长可延展运作44年；并设计了完善的税务筹划机制和延展运作机制，实现了资产的表外运营，投资者可在产品存续期间持续获得物业运营和物业资产增值带来的收益。

2019年1月11日，中国境内首单可扩募物流仓储REITs产品菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划由上海证券交易所

审议通过。该专项计划以菜鸟持有的部分优质高标物流仓储基础设施为底层资产，获批规模50亿元，首期发行规模10.7亿元，其中优先级资产支持证券发行规模6.7亿元，无须主体担保。该专项计划在产品结构中创新性地引入扩募机制，是中国境内首单可扩募的REITs产品，可以实现同一REITs下新资产的持续注入。这是中国境内REITs向成熟公募REITs迈出的一大步，也是菜鸟在REITs领域的率先尝试，有助于中国物流仓储的资产证券化探索。

物流行业的挑战与REITs市场

中国物流地产起步于21世纪初期，过去10多年间，随着中国经济的飞速发展，社会消费市场更加繁荣，物流需求不断增加，为中国物流地产行业的发展提供了良好的机遇。2008—2017年，中国仓储业累计投资额超过4万亿元。中国物流与采购联合会、中国物流学会的《第五次全国物流园区（基地）调查报告（2018）》显示，截至2017年年底，全国占地面积在10万平方米以上的物流园区超过1 600家，其中有超过1 100家投入运营；仲量联行的数据显示，仅2017年一年，就有超过250亿美元的资本流入中国物流地产市场。物流地产的建设和物流基础设施的不断完善为降低物流成本、适应快速增长的物流需求、促进全国性物流网络的互联互通提供了坚实的基础。然而，随着中国经济增速的逐步放缓以及互联网红利的逐渐消失，在深化供给侧结构性改革、推动经济高质量发展的背景下，物流地产行业的发展将面临全新的问题和挑战。

第一，高质量物流仓储设施严重不足，传统仓储设施老旧情况严重。尽管从总量看，中国总仓储面积已超过10万亿平方米，人均仓储面积已接近德国等欧洲发达国家水平，但现有的绝大多数物流仓储设施建于20世纪90年代之前，难以满足现代企业的需求，而高端物流仓储的供应显著不足。中国商务部流通业发展司、中国仓储与配送协会联合编制的《中国仓储行业发展报告（2018）》显示，截至2017年，全国营业性通用仓库面积达到10.4亿平方米，其中平房仓库6.0亿平方米，平房仓库占比达到58%，立体仓库占比仅有26.4%。根据戴德梁行的统计，截至2018年年底，中国内地优质物流仓储（高标仓）存量仅为5 100万平方米，不足全国营业性通用仓库面积的5%，而世邦魏理仕的研究指出，美国高质量仓储设施占总仓储设施的比重超过20%。普洛斯认为，每平方米的现代物流仓储面积能支持7万元左右的电商交易额，由中国2018

年逾9万亿元电商网购交易额可以测算出，优质物流仓储需求超过1.3万平方米，存在近8 000万平方米的高质量物流仓储设施缺口。与非优质物流仓储设施相比，优质物流仓储设施能够极大地提升单位面积的存货量，大幅缩短货物检索时间，降低物流设施的平均使用成本。高质量物流仓储设施的匮乏与日益增长的物流需求之间的矛盾使中国物流费用率处于较高水平，限制了物流业的发展和运行效率。2018年，中国社会物流总费用达到13.3万亿元，为GDP的15%，远高于美国、英国等发达国家7%～9%的物流费用率水平。

第二，土地供应紧缺，物流地产商面临资金难题。目前，中国物流地产企业最大的痛点在于拿地和资金问题。物流地产用地属于工业建设用地，土地供应方式主要包括一级市场直接供给和二级市场收购两种途径。一方面，受限于城市用地规划，全国建设用地中工矿仓储用地占比持续减少，这一特点在大型城市更加突出。2017年，全国工矿仓储用地供应量仅有12.3亿平方米，至2018年年底，工矿仓储用地平均价格高达840元/平方米，其中北京、上海、广州、深圳等一线城市的地价超过2 999元/平方米。另一方面，相对于其他工业用地的使用方式，物流行业对当地税收和就业的贡献率较小，因此地方政府在土地出让和土地租赁过程中将土地出让给物流地产商的意愿较弱，导致物流地产商只能主要通过二级市场并购与旧改获取土地资源，行业整合式发展需求激增，多数企业面临拿地难、拿地贵的困境。与传统仓储设施相比，现代化的物流仓储园区通常位于交通枢纽地区，占地面积更大，平均建设成本达到3 000元/平方米，需要大量的资本金用于前期拿地与开发建设，而平均年租金仅有300元/平方米，资本金回收周期长达10年，甚至长于传统的商业物业。中国物流与采购联合会、中国物流学会的《第五次全国物流园区（基地）调查报告（2018）》的调查结果显示，36.4%的物流园区存在资金周转困难的问题。

第三，行业竞争加剧，管理水平良莠不齐。在过去10多年中，越来越多的资本涌入中国物流地产行业，在行业规模快速提升的同时，经营和管理能力缺失问题日益凸显。一方面，过去10多年间中国土地和不动产价格快速上涨，提升了物流园区建设的投机属性，部分物流地产开发商仅关注物流园区的土地增值属性，志在日后以更高的价格出让物流园区土地的资产增值部分，而忽视不动产资产的运营能力和对应的租金收入。随着土地价格增速放缓，中国物流地产业务逐渐回归本源，以租金收入和服务收入作为主要利润来源，对商业地产开发商的运营和管理提出了更高的要求。另一方面，在核心城市与核心地区，物流地产同质化

严重，极大地加剧了竞争程度，除少数外资企业具有较为成熟的经营和盈利模式外，大多数本土物流地产商在服务能力和持续盈利能力方面存在短板，多数物流地产企业依旧在苦苦探索盈利之道。提升经营管理能力是进入高端物流领域、避免资产同质化竞争的重要措施，包括提供更为细分和专业化的仓储服务，满足制造业行业客户的个性化物流需求，为电商及冷链等企业提供高端物流服务等。长远来看，作为服务于商业客户的不动产细分领域，物流地产的后续运营管理能力比开发能力更重要，只有良好的运营水平才能保障仓储设施的空租率，提升物流地产商的整体收益。

大力建设和发展中国公募物流REITs市场，能为中国物流地产企业提供全新的企业战略和资本运作方式，对于改善中国物流地产的结构失衡问题，提升中国物流业的运营效率和现代化水平具有重要意义。

物流REITs为物流地产企业提供了便利的退出渠道和新的融资方式。物流地产的开发和运营需要较大规模的前期投资，依靠租金收入回笼资金往往需要超过10年的时间。成熟的物流地产具有稳定的现金流，利用成熟的公募REITs市场，物流地产开发企业可以在物业成熟稳定后即向上市REITs出售底层物业，实现资金的快速回笼，大幅缩短投资回报周期，进一步利用收益开发新的项目，实现资本的循环利用。从参与模式来看，中国目前物流地产市场的参与者可以分为两类：一类是专注于物流园区及相关设施组合开发和运营的企业，如普洛斯、嘉民、万科物流、宝湾等；另一类是以完善企业供应链或物流运输体系为主要目的的电商或物流企业，如菜鸟网络、京东物流、顺丰等。

对于第一类专注于物流资产开发的不动产企业，物流REITs为其经营模式提供了轻资产选项，从而加快不动产企业资金的周转速度，解决由于长期持有物流物业所产生的资金沉淀对企业发展的限制。不同于其他资产，物流地产具备网络效应，在多个关键物流节点具有优质仓储资产的运营商，能够形成显著的规模效应和竞争优势，REITs可以加快资金的闭环流动，较快地扩张资产规模与地域范围，优化物流资产网络。例如，普洛斯作为全球最成功的物流地产服务和运营商之一，成功借助REITs实现轻重资产分离，帮助企业快速扩张，形成服务于4 000余家客户的高效物流网络。为了打通物业与自己的闭环，普洛斯在物业开发部门、物业管理部门以外专门设立了REITs基金部门。在闭环运作模式下，首先由开发部门在重要区位持有土地储备，以“标准化＋定制”模式，逐步完成项目开发。在项目开发完成后，将项目移交给物业管理部

门，进行下一步的招租和服务完善，使物业达到租金回报率超过7%、出租率超过90%的稳定运营状态。在物业运营成熟后，基金管理部门将物业置入旗下REITs，普洛斯仅持有REITs 20%～30%的份额，回笼的资金由开发部门进行新项目的开发。在资产置入REITs之后，通常仍由物业管理部门负责物流项目的日常运营和管理，并收取服务费用；基金管理部门则负责提供资产收购与剥离、资本管理和收益分配等服务，收取基金管理费和业绩提成。

对于第二类有自建物流资产需求的非不动产企业，如第三方物流、电子商务平台等企业，物流REITs极大地减轻了自持物流资产所带来的财务负担，改善了其资产负债表。将物流资产通过公募REITs产品进行证券化后，相关物流企业仍可以通过回租等方式继续使用仓储中心等物流地产，在获得相关资产使用权的同时，通过向REITs出售产权，可以迅速收回初期资本投入，改善企业现金流，利得部分能够增厚企业利润，促进企业主营业务的发展。

物流REITs的引入，还有助于提升中国物流地产质量，提升物流行业的经营和管理能力。在REITs模式下，以市场定价为“锚”的定价机制有助于激励物流地产开发商开发高质量物流地产，优化资产选址，从而改变中国高质量物流地产匮乏的结构性问题。无论是采取内部管理模式，还是采取外部管理模式，公募REITs以市场化运作，市场为物流资产提供定价的“锚”，只有足额的派息收益率才能赢得市场的青睐，以收益分派为核心的物流REITs激励管理人提升物流资产的运营和管理水平，满足市场的多样化和专业化需求，有助于培育一批专业化的物流资产服务和管理人，进一步激发中国物流行业的活力，提升中国物流行业运行效率。

中国物流REITs市场展望

中国境内物流REITs市场具有广阔的发展空间，可以按照“自上而下”和“自下而上”两种方法对未来中国境内公募物流REITs的市场规模进行测算。利用“自上而下”法进行估算时，首先估算中国境内公募REITs潜在的市值规模，进而估算物流板块的规模；利用“自下而上”法进行估算时，根据目前存量优质物流地产的面积和合理的证券化比率，估算潜在的公募物流REITs市场规模。两种方法各有优劣，前一种方法从宏观视角着手，考虑到随着物流地产市场和金融市场的发展，物流REITs市

场的潜在规模会有所增长，但该方法的估算结果与目前的现实情况存在差距；后一种方法与实际情况更接近，但未考虑到物流地产本身的增长潜力，目前中国人均高端物流仓储面积较小，而电商、制造等行业板块对物流仓储的需求旺盛。因此，“自下而上”法更有利于估算短期内物流REITs市场能达到的规模，而“自上而下”法可用于估算长期内物流REITs市场的潜在规模。

在第一种方法中，参考世界主要国家公募REITs市场规模占GDP的中位比例（7%左右），预计中国境内公募REITs的市值规模为6万亿元左右。目前全球REITs市场，物流和仓储REITs市值占REITs总市值的13%，美国市场的占比更是高达14%，若以同样比例来估算，则中国公募物流REITs的市值规模将在8 000亿元左右，具有广阔的市场前景。考虑到中国金融市场的发展程度略低于美国，参考公募REITs市场规模占股票市值的比例，可以预计中国境内公募REITs市场的规模约为4万亿元，对应物流REITs市场的规模约为5 000亿元。也就是说，根据“自上而下”法，预计中国境内物流REITs市场规模长期可达到5 000～8 000亿元。

在第二种方法中，假设REITs仅以优质物流资产作为底层资产，按照戴德梁行中国物流地产市场报告，截至2019年6月，中国境内存量优质物流地产资产约5 400万平方米，平均租金为35元/（平方米·月），若对应租金的资本化率为6.5%～7%，则估算对应存量优质物流地产资产的总估值为3 000亿元左右，若假设其中40%～60%的资产能在短期内利用公募REITs进行证券化，则对应的公募物流REITs市场规模为1 200亿～1 800亿元。综上，短期内公募物流REITs市场规模可达1 200亿～1 800亿元，长期来看，该市场规模可达5 000～8 000亿元。

物流是中国经济运行中的重要环节，公募物流REITs对于解决中国物流行业质量不足的结构问题，提升物流效率和物流现代化水平具有重要意义，应尽快推出相关REITs规则，给予税收优惠政策，大力发展公募物流REITs市场。考虑到物流资产与传统REITs底层资产的差异，在物流REITs规则制定过程中，还应当注意以下问题：

第一，地方政府的行政审批。物流仓储资产用地为工业用地，相关土地出让时，原物业持有人和当地政府通常有相关约定，如资产自持不可转让以及其他类型的限制性安排，甚至包括强制性税收或就业要求等，部分项目需要得到政府批准。在物流公募REITs规则制定中应充分考虑相关因素，协调地方政府与物流地产商之间的关系和利益。

第二，提升管理人的管理水平。物流REITs的发展水平，在于物流资产管理人的经验和管理水平，物流地产运营专业人才的队伍建设工作不可或缺，目前中国相关领域的专业机构和人才相对稀缺，需要着力加强培育建设工作。此外，基金管理人、审计师、律师、券商分析师等各市场参与者都应提升与物流REITs有关的专业化水平，以更好地推动物流REITs市场的发展。

第三，完善投资者教育。物流地产相对于传统商业地产，距离公众投资者的视线较远，要促使投资者充分理解物流REITs的风险和投资逻辑需要进行充分的教育。与其他REITs资产相比，物流资产的客户黏性极大，未来处置性较差，市场参与方相对较少，仓储节点的选择通常和企业布局密切相关，导致物流REITs后续资产处置的难度高于一般的核心城市商业物业，这些特征都需要投资者有更深刻的研究和认识。

物流行业在现代经济中起着重要的连接作用，而物流地产则是其中的重要节点，合理的节点布局将节省社会物流成本，促进社会生产效率的提高。物流地产的建设、开发、运营及退出将是所有物流行业企业关注的重点，而REITs作为持有型不动产退出的良好渠道将解决物流地产商的退出问题。

物流地产多为城市周边区域的工业用地，土地获取价格相对较低，其租金水平相对稳定，并且其增速与经济增长水平基本匹配，合理的定价及稳定的收益来源恰恰符合REITs对底层资产稳定收益的诉求。

我们相信，随着公募REITs制度的完善，将有更多的物流企业将其持有的优质物流资产作为基础资产对接资本市场，在完善其“投融管退”产业链的同时，为公募REITs市场添砖加瓦。

---

[1] 社会物流总额，是指第一次进入国内需求领域，产生从供应地向接收地实体流动的物品的价值总额。

附录



案例1

中信启航REIT——私募REITs市场破冰

中信启航专项资产管理计划（后简称中信启航REIT）是中国境内第一只私募REITs产品，该产品创造性地应用“私募基金＋专项计划”双特殊目的载体结构实现存量资产证券化，该结构被市场广泛接受，进而推动了类REITs市场的发展，也为公募基金＋资产支持证券模式的公募REITs奠定基础。

背景

自2007年以来，国家金融监管部门不断推出鼓励REITs试点的政策。2007年，中国人民银行、中国证监会、中国银监会分别成立REITs专题研究小组，开始启动中国REITs市场的建设工作。2008年12月，国务院首次明确提出开展REITs试点，拓宽房地产企业的融资渠道。2009年3月，央行联合中国银监会、中国证监会等部门成立REITs试点管理协调小组，中国境内REITs市场建设进入实质推进阶段。2012年，银行间市场发行了境内第一单REITs概念的资产支持票据。2013年11月，根据住建部和有关部门的要求，北京、上海、广州和深圳四个城市先行开展REITs发行和交易试点工作。

随着中国经济的飞速增长，一、二线城市已培育出一批较成熟的商业物业资产。这些物业资产普遍位于城市的核心商业区，租约、租金价格和空置率都长期保持在较为稳定的水平，租售比也超过了低风险资产，具备了发行REITs产品的基本条件。中信证券业务规模的拓展需要补充资本金，在资本市场再融资收紧的背景下，通过REITs盘活存量资产的意愿明显增强。2014年1月16日，中国证监会批复《关于核准中信证券股份有限公司设立中信启航专项资产管理计划的批复》，同意中信证券设立中信启航REIT，正式开启了私募REITs市场的破冰之旅。

产品

中信启航REIT于2014年5月21日在深圳证券交易所综合协议交易平台挂牌交易，是中国境内发行的第一单交易所类REITs产品，原始权益人为中信证券，底层物业资产为中信证券位于北京和深圳的两栋自有写字楼物业——北京中信证券大厦和深圳中信证券大厦。

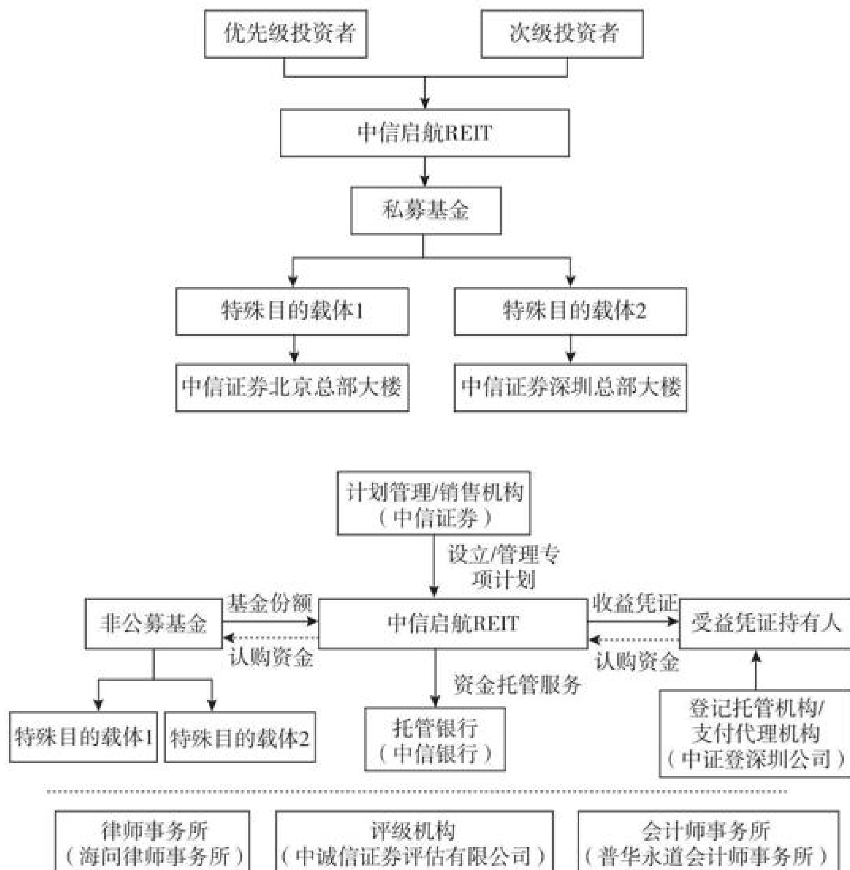
北京中信证券大厦位于北京三、四环之间，地处燕莎商圈核心位置。物业所处的燕莎商圈属于国贸CBD（中央商务区）商圈的北部延伸，商业配套设施非常丰富，2012年，燕莎商圈写字楼的平均空置率为2.5%左右。北京中信证券大厦的建筑面积约7万平方米，出租率为100%，承租人主要为中信证券及其相关公司，承租面积占比99.4%，租金贡献占比99.5%。深圳中信证券大厦位于深圳市福田区的CBD核心位置，2013年三季度，福田区甲级写字楼的空置率为5.6%左右。深圳中信证券大厦的建筑面积超过3万平方米，出租率为100%，承租人主要为三家中信系企业——中信证券、中信银行和中信期货，承租面积占比与租金贡献占比均在93.8%左右。

中信启航REIT的发行规模为52.1亿元，对应偿付优先顺序，发行结构包括优先级和次级，二者均可通过深圳证券交易所综合协议交易平台转让。其中，优先级规模为36.5亿元，占比达70.1%，评级为AAA，预期期限不超过5年，优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的10%（浮动收益部分）；次级规模为15.6亿元，占比为29.9%，预期期限不超过5年，次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的90%（浮动收益部分）。中信启航REIT设立了一只私募基金，来持有两个物业对应的项目公司的股权，再以专项资产管理计划认购该基金份额。中信启航REIT产品要素见表例1.1，交易结构如图例1.1所示。

表例1.1 中信启航REIT产品要素

产品名称	中信启航专项资产管理计划	
规模	52.1亿元	
分级	计划按70.1%：29.9%的比例划分优先级和次级。优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的10%（浮动收益部分）；次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的90%（浮动收益部分）	
规模/比例	优先级	次级
	36.5亿元（70.1%）	15.6亿元（29.9%）
产品期限	预期3年，不超过5年（产品有权提前结束）	预期4年，不超过5年（产品有权提前结束）
投资者基础收益	7%/年	日常收入满足优先级基础收益后的剩余收益
投资者综合收益率（含资产增值预期）	7.5%~9.8%	12%~42%
基础收益分配时点	每年最后一个工作日分配，分配金额为完整年度的基础收益（首年分配金额为产品设立日到12月31日的应计利息）	
评级	优先级为AAA级	无评级

该产品主要有两个特点。第一个特点是具有双特殊目的载体结构。中信启航REIT采用的是私募基金＋资产管理计划双特殊目的载体结构，为保留国际市场REITs的主要特征，充分利用了中国制度框架下基金和资产管理计划各自的特点，推动类REITs在中国境内的落地。需要考虑的主要因素有两个。一是将物业资产剥离至项目公司后，通过私募基金受让项目公司股权，私募基金从而间接持有两栋写字楼物业的产权，在办理产权过户、股权变更登记方面较为便利，私募基金份额与其持有的项目公司股权均可转让，这考虑了私募基金对项目公司持股与转股的便利性。二是中信启航专项资产管理计划的受益凭证在深圳证券交易所挂牌，可以实现在交易所的流通转让，迈出了由非标产品向标准化产品转变的一步。相比之下，在非标产品中，私募基金二级转让主要依托私募基金二手份额交易平台，如北京金融资产交易所、上海股权交易中心等，属于交易所场外交易，市场规范化、信息公开化程度相对较低，有一定的局限性，这利用了专项资产管理计划相对于私募基金份额在挂牌转让方面的优势。



图例1.1 中信启航REIT交易结构

第二个特点是次级证券的市场化出售。中国境内常见的资产支持证券次级份额多被原始权益人全额认购，一方面起到增信作用，另一方面则是保持对物业资产的控制权，确保满足优先级份额预期收益后的剩余收益不会旁落他人。而在中信启航REIT中，原始权益人中信证券只认购了10%的次级份额，其余90%由社会投资者认购，这符合国际上REITs市场的运行逻辑，充分体现了该产品的权益属性。

点评

中信启航REIT作为中国REITs的“开山之作”，具有重要的历史意义。自此，中国以不动产为基础的融资方式，从抵押融资、收益权质押融资等向股权出售发展。由于房地产政策、金融监管政策、税收制度等原因，中国长期缺乏不动产投资金融产品，仅有信托及少量投资于海外

不动产的QDII产品。中信启航REIT是投资优质物业的收益稳定、风险可控的金融产品，通过内部分层设计满足次级投资者的高收益需求，同时为优先级增信，优先级的外部评级达AAA。产品为不同风险偏好的投资者投资优质物业提供了难得的市场机会。另外，通过发行中信启航REIT，中信证券实现净利润20余亿元，起到了补充资本金的重要作用。在当年的金融环境下，REITs为金融机构盘活存量不动产，扩充融资渠道，补充资本金提供了新的选择。

中信启航REIT在深圳证券交易所综合协议交易平台挂牌交易，虽然与公募上市REITs的流动性无法相比，但是中国境内首只次级份额可交易的专项资产管理计划。该产品的优先级、次级份额皆可根据《深圳证券交易所资产管理计划份额转让业务指引》在深圳证券交易所综合协议交易平台进行交易，提高了产品的流动性，便于投资者灵活掌握进入和退出时机，迎合了不同投资偏好的投资者。以中信启航REIT为代表的类REITs的实质是以专项资产管理计划为载体的资产证券化，我们称之为资产支持证券模式。

案例2

勒泰REIT——不依赖主体信用的商业类产品

中联前海开源-勒泰一号资产支持专项计划（后简称勒泰REIT）是中国境内首单不依赖主体信用的非一线城市商业物业REITs产品。该案例为拥有二三线城市商业物业的企业获得资本市场支持提供了可行路径。

背景

2014年，中信启航专项资产管理计划获准发行，在此之后，虽然全市场陆续发行了20余只产品，但主要依靠发行人主体增信或以债权资产为基础资产。从发行主体来看，基本为大中型国企或者全国性商业运营商；从物业的城市分布来看，大部分位于北京、上海、深圳、广州等一线城市的核心商业区。

受中国当前的税收政策和法律环境限制，在设计交易结构时，为提高评级、降低发行利率，通常会引入高评级的集团公司做担保，当基础物业资产无法产生持续经营性现金流时，担保方有义务继续还款；或者由某一评级较高的主体出具流动性支持或享有优先收购权利，从而保障优先级投资者的本息偿付。勒泰REIT除了传统的由发行人认购次级以结构化方式进行内部增信外，集团公司并未对优先级进行担保增信，其作为首单不依赖主体信用评级产品的成功发行，表明市场的投资逻辑发生了改变，开始向真正的“资产”证券化转变，即通过评估资产本身的现金流来判断投资价值。

产品

该项目的底层资产是石家庄勒泰中心，位于石家庄市城市主轴线交汇处的核心区域，是石家庄首条地铁上盖项目。勒泰中心于2012年12月

底开业，总建筑面积62万平方米，入池建筑面积38万平方米，出租率常年保持在95%以上。自开业以来，客流量不断增加，2017年的客流量达近3 000万人次，重要节假日的客流量同比增长20%。石家庄勒泰中心成为石家庄商业物业的新地标。

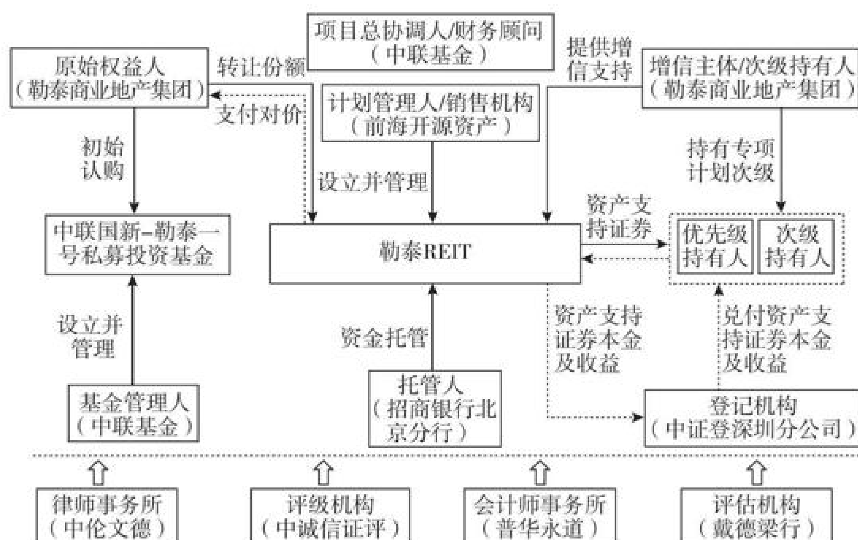
从业态组合上看，石家庄勒泰中心通过每一个业态不同梯次的搭配，通过面向不同家庭成员的体验业态的高效组合，实现不同人群的全覆盖，提升服务品质。整体体验业态超过50%，成为市民家庭消费首选的“一站式城市生活中心”。除此之外，石家庄勒泰中心独特的原创IP活动“全城盛宴”、“温德麦尔艺术节”等已成为石家庄美食娱乐休闲的先锋阵地，体现了年轻客群潮流生活的理念。

该产品的原始权益人勒泰商业地产集团，此前主要深耕河北地区的商业项目，包括石家庄勒泰中心、唐山勒泰中心和唐山远洋城MALL等。勒泰集团拥有近20年的商业开发及运营经验，先后创建了“保龙仓”和“勒泰”品牌，运营商业零售面积超300万平方米，在该专项计划发行之前尚未在境内公开市场融资，主要以传统银行信贷融资为主。通过这次公开市场直接融资，勒泰集团不仅获得了资金支持，还大幅提高了品牌在国内外的知名度。

2017年8月30日，勒泰REIT在深圳证券交易所挂牌交易，产品发行规模为35亿元，其中优先A1类证券10亿元，占比为28.57%；优先A2类证券21亿元，占比为60%；次级4亿元，占比为11.43%。中诚信证券评估有限公司给予优先A1类证券AAA级评级，给予优先A2类证券AA＋级评级。该产品吸引了商业银行、证券公司、公募基金等主流机构投资者和投资担保公司、私募基金公司等另类投资机构的青睐和广泛参与，认购倍数超过1.3倍，最终的发行成本为优先A1类证券5.7%，优先A2类证券6.9%，发行效果明显优于近期发行的同类产品。勒泰REIT产品要素见表例2.1。泰勒REIT交易结构如图例2.1所示。

表例2.1 勒泰REIT产品要素

	优先 A1 类证券	优先 A2 类证券	次级
规模	10 亿元	21 亿元	4 亿元
期限	3 年，可提前结束，管理人有权在第 3 年或第 4 年年末选择延期 1 年		
产品发售对象	合格机构投资者	合格机构投资者	原始权益人
投资回报	固定收益，簿记确定	固定收益，簿记确定	剩余期间收益和退出时的全部浮动收益
产品评级	AAA	AA +	—
付息频率	按年分配		
期间利息来源	勒泰商业中心日常净营运收入		
还本方式	期末一次性还本		



图例2.1 勒泰REIT交易结构

该产品的主要设计特点如下：第一，通过结构化分层和估值保障提高产品的安全性。该产品发行时，评估机构给出的标的资产的评估价值约为51.88亿元，优先级57.63%的估值折价给予优先级本金良好的保障。第二，采取严格的控制手段，对标的资产的经营进行季度考核、季度补足，并且每季度将项目公司净营运收入提至基金层面以保障产品安全。同时，原始权益人承诺为经营业绩目标提供差额补足，并承诺为优先级本息全额提供差额补足。第三，该项目由原商管机构勒泰商业进行资产管理，为进一步保障运营的全过程管控，聘请特殊商业管理顾问协助基金管理人在项目运营期间对项目运营进行有效监管，保障项目运营

稳定并不断提升。第四，基金管理人代表私募基金作为物业持有人履行资产管理职能和财务监管职能，全流程把控项目公司印章、证照和银行账户，保障运营期间合规运营以及资金往来有据可依。

点评

随着中国人均收入的增加，中国消费端明显出现了一些新变化，例如，消费主体的年轻化，消费需求的不断下沉等，相应地，很多省会城市、经济发达的二、三线城市也涌现出一批优质的零售物业，通过提供新锐人性化的设计、科学的管理、丰富的内容以及浸入式的体验，成为地标性建筑，并成为年轻人消费的首选场所，获得理想的顾客黏性。由于这些城市面积小，与邻近市区县距离近，这些零售物业可以覆盖整个城市甚至辖属县市，从而引入充沛的人流，实现良好的经营收入。同时，这些城市的项目投资建设成本低，因此项目实际回报率和增长率往往不逊于一线城市。

勒泰REIT为非一线城市优质商业地产的证券化提供了示范，并对资产证券化市场的理性、健康发展起到了积极的引导作用。该案例实现了从主体无评级到产品AAA评级的转变，产品无主体增信，完全基于资产信用，打破了市场对强主体信用的依赖。在传统融资架构内，产品评级高度依赖资产主体即企业表内的信贷偿付能力，但REITs等资产证券化工具从逻辑上强调资产信用，勒泰REIT以稳定、可预期的现金流作为支撑，降低对泰勒集团的信用依赖，首次实现了产品与主体信用的剥离，在无主体增信的前提下获得资产的AAA评级，打破了市场的强主体信用依赖模式，推动投资逻辑向真正的“资产”证券化靠拢。

案例3

保利租赁住房REIT——首单储架发行的租赁住房类产品

中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划（后简称保利租赁住房REIT）是中国境内首单央企租赁住房REITs产品，也是首单储架发行的REITs产品。

背景

2016年6月3日，国务院办公厅印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确提出支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。2016年10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，明确提出支持房地产企业通过发展房地产投资信托基金向轻资产经营模式转型。2017年1月11日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于创新政府配置资源方式的指导意见》，明确提出创新经营性国有资产配置方式，建立健全国有资本形态转换机制，以提高国有资本流动性为目标，积极推动经营性国有资产证券化。

2017年7月18日，中国证监会、住建部等9个部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，广州、深圳、南京等12个城市成为首批试点。该通知支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期、盘活存量住房用于租赁、增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用；支持发行公司信用类债券及资产支持证券，形成一批可复制、可推广的试点，向全国进行推广。

十九大报告提出，坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。报告从供应体系、保障体系、租赁市场三个方面对住房制度进行了完整的表述，使“让全体人民住有所居”的目标有了更加明确的方向

和实现路径。由于与直接售房相比，住房租赁存在着投资回报周期长、企业盈利压力大等问题，降低企业租赁住房的持有成本是发展住房租赁市场的重中之重。房地产企业想要走轻资产运营租赁住房之路，REITs是不可多得的重要途径之一。

产品

2017年10月23日，保利租赁住房REIT在上海证券交易所审议通过，开启了中国租赁住房资产证券化的大幕。保利租赁住房REIT由中国保利集团有限公司（简称保利集团）控股公司保利房地产（集团）股份有限公司（简称保利地产）作为原始权益人。

保利地产成立于1992年，是国务院国资委管理的大型中央企业保利集团控股的大型国有房地产上市公司，也是保利集团房地产业务的主要运作平台，具有国家一级房地产开发资质。保利地产于2002年开始实施全国化战略，连续实现跨越式发展。保利地产已经形成以房地产开发为主营业务，覆盖建筑设计、工程施工监理、物业管理、销售代理以及商业会展、酒店经营、养老地产、长租公寓、房地产基金等房地产上下游产业的综合开发企业，是国内经营业态最完善、开发体系最丰富的超大型房地产企业之一。

保利地产积极响应国家政策的号召，发挥央企带头作用，努力落实和响应中央关于“三去一降一补”等相关政策，努力促进住房回归居住属性，率先进入租赁住房运营领域，成立了专业运营公司保利公寓管理有限公司。根据市场需求与分布，保利公寓分为长租公寓与短租公寓，集中式公寓与分散式公寓，如武汉正堂山外山集中式长租公寓，改造后定位为面向大学生人才的租赁住房。目前，产品线有“保利N＋公寓”和“保利小n公寓”，前者提供青年社区、服务公寓、城市公寓及度假公寓四种产品，后者将城村非标物业、企业园区闲置物业等改造为标准化公寓。目前，保利公寓在全国已有10余个在营项目，在北京、广州、武汉、南京等20多个城市储备并管理房源1万余间。公司的战略目标是，到2020年，公寓管理规模达30万间，成为以运营为核心的租住服务资产管理公司和国内领先的租赁住房投资运营商。

保利租赁住房REIT首期入池资产包括北京西山林语、西安金香槟、长沙麓谷林语、重庆林语溪、大连西山林语、广州天悦、沈阳溪湖林语、天津大都会等11处物业资产，共涉及10个城市。其中，物业资产所

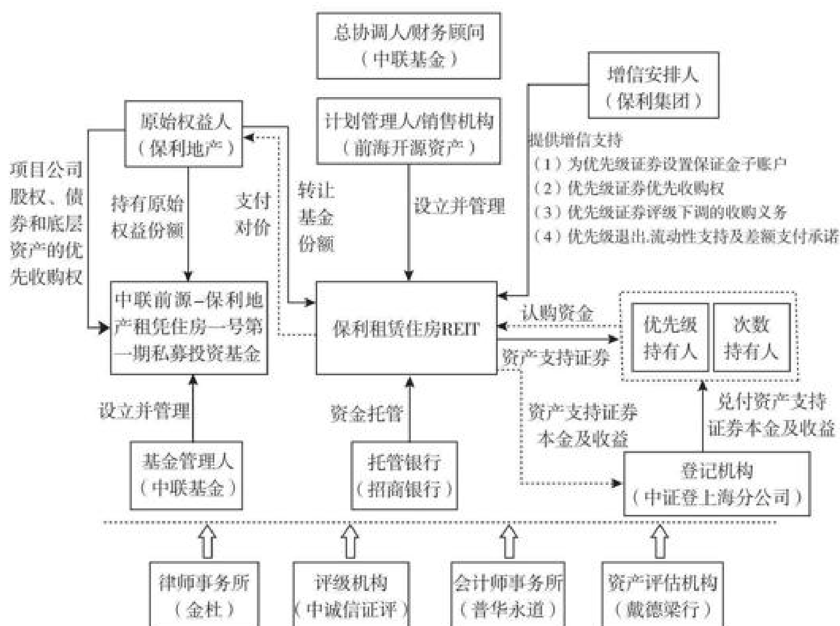
处的8个城市为人口净流入城市，3个城市为住建部会同国家发展改革委等九部门联合印发的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中所列示的试点城市，2个项目物业位于中国一线城市，9个项目物业位于中国二线城市，全部物业所处地区均为中国经济较发达的城市。11处公寓物业资产未来能够产生的现金流主要来自租金收入。

保利租赁住房REIT获批储架额度为50亿元，其中第一期产品的发行规模为17.17亿元。产品期限预期为3＋3＋3＋3＋3＋3年（可提前结束）。保利租赁住房REIT产品要素见表例3.1。保利租赁住房REIT的交易结构如图例3.1。

表例3.1 保利租赁住房REIT产品要素

产品要素	具体内容
产品名称	中联前海开源 – 保利地产租赁住房一号资产支持专项计划
原始权益人	保利房地产（集团）股份有限公司
基础资产	原始权益人依据基金合同享有的基金份额所有权和其他附属权益及衍生收益
产品总规模	上海证券交易所批复储架额度 50 亿元，其中第一期产品的发行规模为 17.17 亿元
挂牌场所	上海证券交易所

产品要素	具体内容	
底层资产	北京大都汇、西安金香槟、长沙麓谷林语、重庆林语溪、大连西山林语、广州天悦养老公寓、沈阳溪湖林语等11处物业资产	
产品分层（产品规模）	优先级资产支持证券	次级资产支持证券
	90%（154 530万元）	10 %（17 170万元）
信用等级	AAA_{sf}	—
产品期限	预期为3+3+3+3+3+3年（可提前结束）	预期为3+3+3+3+3+3年（可提前结束）
利率类型/付息频率	固定利率/按年付息	不设预期收益/按年支付剩余收益
还本方式	期末一次性还本	
退出安排	1. 发行公募REITs。 2. 保利地产行使优先收购权收购底层资产（包括项目公司股权及债权或物业）。 3. 市场化处置物业资产或项目公司股权。 4. 保利集团及指定主体收购优先级份额	



图例3.1 保利租赁住房REIT交易结构

该产品的设计特点如下：第一，保利租赁住房REIT是双特殊目的载体结构。专项计划的原始权益人为保利地产，保利地产同时是资产优先

收购权人和资产服务机构。专项计划于设立日起取得私募基金份额，成为基金份额持有人，享有投资收益，履行实缴出资义务。资金全部实缴到位后，私募基金取得项目公司股权、债权并向项目公司增资或发放委托贷款。保证增信人为保利集团，私募基金管理人为北京中联国新投资基金管理公司。

第二，保利租赁住房REIT的创新之一是设置了储架发行机制。保利租赁住房REIT的发行总额度不超过50亿元，于无异议函出具之日起24个月内完成发行。管理人有权在不高于目标募集规模的前提下，自行决定专项计划项下各期产品的发行与否、存续期限和募集规模。保利租赁住房REIT的储架发行机制，在当前的资产证券化制度框架内创设出“可以长大”的REITs，间接实现了公募REITs的扩募功能，对中国境内REITs的发展产生了积极而深远的影响。在此之后，中国境内推出的租赁住房REITs，甚至商业等其他类型物业的REITs产品，纷纷采用了储架发行机制。

第三，底层资产的产权获取置于产品设立之后。由于REITs是一个资产过户型产品，原始权益人在发行产品之前，需投入大量时间和成本用于资产重组。资产重组涉及政府主管机关、工商、税务、房管等多部门的审批、办理流程，历时较长。与此同时，不同于成熟的商业物业资产，住房租赁市场是一个新兴市场，租赁住房的运营仍处于较为初级的阶段，多数物业仍在开发、装修或改造中，而租赁住房的消费者市场已存在许久，需求旺盛。也就是说，一旦租赁住房物业资产开业运营，短时间内就可以达到较高的出租率。房地产企业持有经营租赁住房面临的一大难题是，开发资金尚未回笼，却需要继续投入大量资金用于装修运营。考虑到租赁住房行业的这一普遍问题，为促进租赁住房行业健康、有序的发展和壮大，保利租赁住房REIT给予物业资产原持有人自产品设立起18个月的资产重组期，在产品设立时通过相关协议锁定REITs产品关于物业资产的产权与关于项目公司的股权，保障投资者权益。

点评

保利租赁住房REITs是对中央“房住不炒”理念的积极响应，也是对国务院办公厅《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》和住建部《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》的贯彻落实。该产品对于解决房地产企业租赁住房业务投资回报周期过长的“后顾之忧”，通过资本市场实现轻资产运营模式提供了现实样本，对

下一阶段中国租赁住房市场的快速发展产生良好的示范效应。

用好创新性金融产品以助力住房租赁市场建设，符合国家宏观政策，有利于缓解当前中国住房体系下的供需矛盾。保利租赁住房REITs产品的成功落地，验证了“开发—运营—发行—退出”这一商业闭环模式在住房租赁市场的可行性，有利于解决开发租赁住房的房地产企业投资回报周期过长的隐忧，并为市场提供了租赁住房地产轻资产运营的样本，有效鼓舞了房地产企业加大租赁住房投资，推动住房回归最根本的、最迫切的居住属性。

案例4

菜鸟仓储REIT——首单可扩募物流类产品

菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划（后简称菜鸟仓储REIT）是中国境内首单可扩募REITs产品、首单新零售基础设施REITs产品。

背景

2016年，中国在线批发与零售平台阿里巴巴提出了“新零售”的概念，旨在在大数据技术蓬勃发展的背景下，为市场提供以智能物流系统为基础设施的新零售业态。其中，打造更高效、优质与具有品牌体验的物流服务，是这一理念的基石。2018年，中国在线零售额达9.01万亿元，快速累积的销售额反映的是消费者思维，要求零售行业的智能化快速更迭。为满足这一客观规律的变化，现代物流企业需要凭借数据化的物流信息整合能力、立体式智能化的仓储条件以及标准化的品控管理成为引领行业发展的新航标。

菜鸟网络是阿里巴巴数字经济体的物流网络平台，推出“全国24小时、全球72小时必达”的快速、高效运输概念。2013年，阿里巴巴开始建设国家智能物流骨干网（后简称菜鸟骨干网），构造“枢纽＋通道＋网络”系统，建造分布式仓储物流基础设施。截至目前，菜鸟集团已经形成“全国七大区域枢纽 ＋ 数百个区域仓、城市仓 ＋ 城市配送网络 ＋ 末端驿站”的布局，七大区域包括华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北。在每个区域的城市之间，又形成了大节点带动小节点的行业示范效应，各类枢纽分别承担了仓储、转运、进口保税、出口集货等不同的物流功能。

产品

2019年3月20日，菜鸟仓储REIT成功发行，此专项计划入池底层资产为位于重庆两江新区的中国智能骨干网重庆两江保税仓库及非保税仓

库共3处物业，定位为为集团内部及外部客户提供个性化服务。紧邻绕城高速，距离重庆江北机场货运区5千米左右，陆水空交通十分便利，是菜鸟集团西南地区的核心物流枢纽之一。3处基础资产的出租率均为100%，目前产权均归属于菜鸟集团下属企业重庆传云物联网技术有限公司。

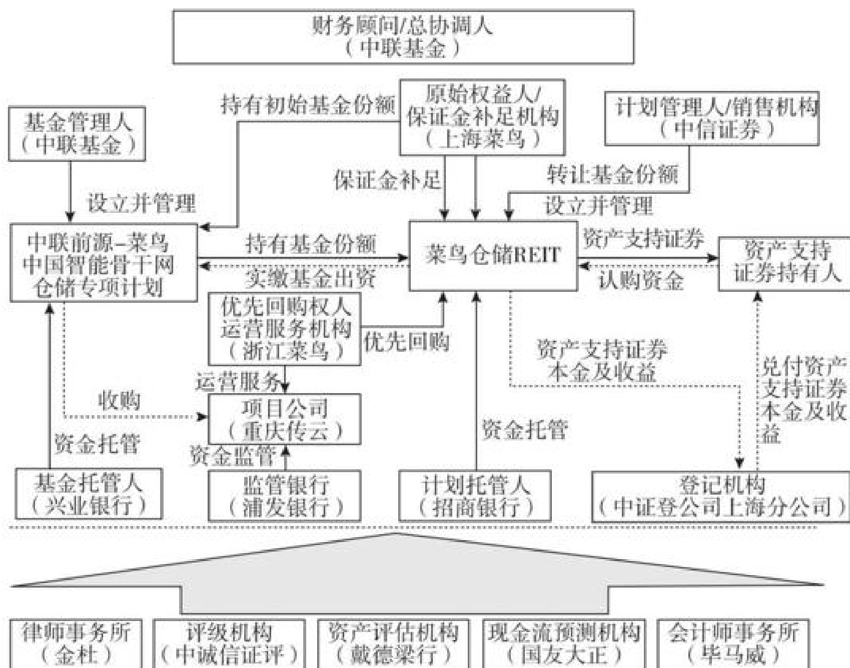
菜鸟网络表示，此专项计划发行所募资金将主要用于推进菜鸟骨干网的建设，包括对技术创新研发的持续投入，提升数字化物流要素效率；建设和完善智能化、绿色环保的高标准物流设施；拓展城乡末端设施分布；搭建新型全球供应链和包裹网络，帮助中小企业更便捷地参与全球化贸易等。

专项计划以菜鸟集团旗下的优质高标物流仓储为底层资产，获批规模为50亿元，首期发行规模为10.7亿元，其中优先级资产支持证券的发行规模为6.7亿元，发行利率为4.45%，中诚信证评给予AAAsf评级。该专项计划以菜鸟网络子公司上海菜鸟管理咨询有限公司（简称上海菜鸟）为原始权益人，由中联基金担任总协调人、财务顾问及基金管理人，中信证券担任计划管理人和销售机构。

以资产支持专项计划的形式在上海证券交易所发行类REITs产品是菜鸟集团在REITs领域的率先尝试。通过持有私募基金及项目公司股权及债权间接持有重庆两江保税1期、非保税1期、非保税2期3处物流仓储资产，产品架构设计在各个层级均为公募对接预留了较为灵活的安排。此外，专项计划在产品结构中创新性地引入扩募机制，是中国境内首单可扩募的REITs产品，可以实现同一REITs下新资产的持续注入，是类REITs向标准化REITs迈进的一大步。菜鸟仓储REIT的产品要素见表例4.1。菜鸟仓储REIT的交易结构如图例4.1所示。

表例**4.1** 菜鸟仓储**REIT**的产品要素

产品要素	具体内容
原始权益人	上海菜鸟管理咨询有限公司
物业运营方	浙江菜鸟供应链管理有限公司
产品规模	10.7 亿元；优先级 6.7 亿元，次级 4 亿元
产品期限	3+2 年；根据公募 REITs 的推出要求，可提前结束专项计划
产品评级	优先级 AAA_{sf}，次级无评级



图例4.1 菜鸟仓储REIT的交易结构

点评

菜鸟仓储REIT的意义在于，再次实现中国境内类REITs产品设计的突破，更加接近标准化REITs的产品特征。菜鸟仓储REIT在产品结构中引入扩募机制，实现同一产品分步注入资产、逐步扩大规模，为企业盘活存量资产、对接资本市场搭建高效运作的载体与持续性通道，节约大量操作程序和时间成本。引入扩募机制进一步夯实了标准化REITs的推行基础，是中国境内REITs市场逐步向成熟REITs市场迈进的重要尝试。

案例5

沪杭甬徽杭高速REIT——首单传统基础设施类产品

中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划（后简称沪杭甬徽杭高速REIT）是中国境内首单以高速公路为底层资产的基础设施类REITs产品。

背景

高速公路的发展对中国现代化建设具有重要意义。自1988年上海—嘉定高速公路修通以来，中国高速路网的建设日臻完善，截至2018年年末，全国公路总里程为484.65万千米，高速公路达14.26万千米，里程规模居世界第一。经过20多年的高速建设，中国高速路沉淀了大量优质资产，但也面临维护、翻修、再建设的巨额资金缺口，鉴于此，其中一部分成熟的收费公路资产可作为REITs的潜在标的，通过创新金融手段进行盘活。

沪杭甬公司是浙江省交通投资集团的核心成员企业之一，1997年5月在香港联交所挂牌上市，是浙江省委省政府为开辟浙江交通与国际资本市场接轨的融资渠道，加快全省高速公路网建设而设立的公司，是浙江省第一家也是目前唯一一家在境外上市的省属国有企业。经过20余年的经营与发展，沪杭甬公司控股经营高速公路总里程约802千米，包括沪杭甬高速、上三高速、甬金高速金华段、杭徽高速、徽杭高速、申嘉湖杭高速、舟山跨海大桥；受托管理高速公路总里程约448千米，包括申苏浙皖高速、钱江通道南接线、义东高速、宁波甬台温高速、台州甬台温高速、台金高速、乐清湾大桥；以及持有甬金高速绍兴段（约73千米）50%的股权，上述高速公路均是浙江省乃至全国高速公路网中的重要干线。

为开拓高速公路等交通基础设施投融资渠道，在浙江省交通投资集团的批复下，沪杭甬公司联合中联基金与浙商资管发行了以沪杭甬公司

旗下安徽省内徽杭高速公路（安徽段）为底层资产的沪杭甬徽杭高速REIT。该产品的成功发行，有助于沪杭甬公司进一步拓展交通基础设施的投资运营规模，同时也搭建了基础设施资产证券标准化的结构，为未来其他基础设施资产确立了复制模板，为基础设施领域创新融资途径树立了行业标杆。

产品

2019年9月24日，沪杭甬徽杭高速REIT成功发行，专项计划入池资产为沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）。徽杭高速公路起自黄山市屯溪，终点位于浙皖两省交界昱岭关，与浙江省杭徽高速公路相接，全长81.623千米，2004年10月18日正式建成通车。全线按高速公路标准建设，四车道、全封闭、全立交，沿线设有屯溪枢纽、屯溪、屯溪南、歙县、呈村降枢纽、三阳6处互通立交和1处省界主线收费站，项目经营期为30年，2034年9月30日到期。

徽杭高速公路是国家高速公路网G56杭瑞高速的一段，也是安徽省高速公路网中“横八”杭州至武汉公路的重要组成部分，不仅是连接黄山和杭州两大著名旅游城市的陆上交通要道，也是连接安徽、江西、浙江三省的主干线之一。徽杭高速公路有5个收费站，分别为屯溪、屯溪南、歙县、三阳和黄山。从2008年到2018年的数据来看，出入口交通量持续增长。

为发行专项计划，沪杭甬公司委托专业的车流量预测机构，针对徽杭高速公路（安徽段）进行独立的交通量及通行费收入预测，通过深入调查徽杭高速公路影响区的社会经济和交通发展现状及未来发展趋势，根据社会经济发展规划、旅游发展规划、产业布局发展规划、土地利用规划、城市总体规划和各交通专项规划等相关资料以及该高速公路历年运营实际数据，运用专业的交通分析软件，计算出徽杭高速公路（安徽段）特征年断面交通量，最后采用内插法得到未来各年份交通量。在此基础上，根据安徽省高速公路收费标准，科学分析了均车单价的变化趋势，构建均车单价演化模型，得到未来年均车单价，以此为依据，计算徽杭高速公路（安徽段）未来年的通行费收入。

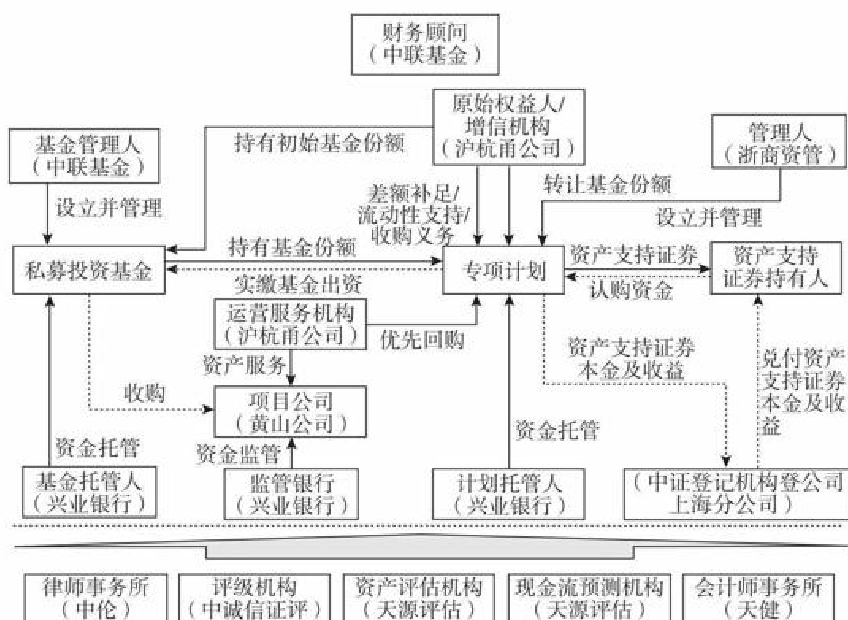
沪杭甬公司将其通过黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（简称徽杭公司）持有的徽杭高速公路（安徽段）进行资产证券化操作；由沪杭甬公司认购中联基金设立的私募股权投资基金（私募基金），收购徽杭

公司股权；计划管理人浙商资管发行资产支持专项计划（专项计划）收购私募基金份额，专项计划份额由市场机构投资者与沪杭甬公司认购。沪杭甬徽杭高速REIT的产品要素见表例5.1。沪杭甬徽杭高速REIT的交易结构如图例5.1所示。

表例**5.1** 沪杭甬徽杭高速**REIT**的产品要素

产品要素	具体内容	
目标资产	徽杭高速公路（安徽段）	
产品类型	资产支持专项计划	
目标资产估值	20.11 亿元	
产品规模	20.13 亿元	
产品分级	优先级	次级
资金来源	由市场机构投资者认购	沪杭甬公司认购
产品期限	3+3+3+3+3 年	3+3+3+3+3 年
收益类型	固定收益	优先级分配后剩余收益
预期收益	3.70%（根据簿记结果确定）	无预期收益率
产品规模	9.00 亿元	11.13 亿元
产品比例	44.71%	55.29%
产品评级	AAA_{sf}	无评级
本息偿付顺序	等额本息	到期一次还本
增信方式	1. 结构化分层。进行结构化分层安排，其中优先级评级为 AAA_{sf}，由市场机构投资者认购，次级全部由原始权益人持有。	

产品要素	具体内容
增信方式	2. 风险隔离。私募基金持有项目公司 100% 的股权，实现标的资产过户，与原始权益人完全隔离，进一步增强产品安全性。 3. 差额补足承诺。对专项计划费用、优先级证券的本息兑付提供差额补。 4. 流动性支持。每三年，优先级投资者开放退出时，对无法市场化退出的优先级投资者提供流动性支持。 5. 优先回购权及回购义务。每三年，沪杭甬公司拥有对产品及资产的优先回购权，同时在专项计划正常到期、提前进入处置期的情况下，承担对标的资产或优先级证券的收购义务，保障优先级投资者的退出。 6. 收费权质押。目标资产收费权抵押至私募基金管理人（代私募基金）
退出方式	1. 公募 REITs 退出。 2. 沪杭甬公司回购。 3. 市场化处置



图例5.1 沪杭甬徽杭高速REIT的交易结构

高速公路收费权和房地产产权存在差异，房地产产权价值并不会随着房地产年限逐年下降，而高速公路收费权由于经营期限限制，可能存在价值逐年降低的特性，因此本项目的还本付息方式不同于一般房地产项目的期间付息、到期一次还本方式，而是根据底层资产的特点采用了

更为匹配的等额本息方式。按照有限期限内现金流折现的收益法评估逻辑，随着时间的推移，底层资产在产品存续期间的价值预计是下行的，特别是针对高速公路这类资产的收费经营期限在中国一般是25～30年，相比房地产期限较短，存续期间资产价值下行影响更大，所以产品优先级每年会还本。同时根据测算，从资产每年计提折旧后的净值对优先级本金的资产质押率来看，在整个产品存续期间，覆盖倍数较高，且波动情况合理，折旧计提与等额本息的摊销节奏相匹配。

点评

在充分借鉴海外成熟REITs市场先进经验的基础上，中国境内类REITs行业不断实现基础资产业态以及产品发行模式的突破创新。从资金需求与商业模式看，以高速公路为代表的基础设施领域属于重资产行业，前期建设投入大，投资周期长；从收入端看，基础设施的自然垄断性以及行政定价的特点，使运营期间经营性现金流稳定且能保持平稳增长的趋势，极端经济环境对收入的影响相对较小，资产现金流具有天然的防御性；从可预测性看，经营情况非常透明且收费标准相对固定统一，使运营现金流的可预测性增强。以上行业特性使REITs或类似产品在海外基础设施领域得到广泛应用。在此背景下，中国境内首单基础设施类REITs产品于2019年成功落地，正式打开了低成本市场化资金参与以高速公路为代表的基础设施领域建设投资的通道。未来，以运营成熟的高速公路资产为代表的基础设施REITs或将成为中国资本市场极具创新性和重要影响力的市场板块，在推动资本市场脱虚向实、盘活企业存量、深入推进“三去一降一补”以及供给侧结构性改革中发挥重要作用。

在传统投融资模式下，中国的基础设施存在投资效益不一、融资渠道狭窄、资本退出困难等问题。REITs作为资产证券化的模式之一，具备释放存量价值、促进再投资等优势，与包括高速公路在内的基础设施领域的资金需求及收入表现非常匹配，可以成为吸引社会资本参与基础设施建设、更新与升级的重要手段。沪杭甬徽杭高速REIT的成功发行，是基础设施领域首次尝试存量带动增量的可持续发展模式，即在保障存量资产高标准运营的前提下，回收的资金可继续用于新的基础设施项目的投资，成功验证了REITs作为与基础设施特性高度匹配的创新性金融工具，具有盘活存量资产、降低企业和政府杠杆率、提升资本使用效率、促进金融市场发展等作用，能够有效改变基础设施领域现有投融资模式，对中国基础设施领域的长效发展机制的确立具有重要标杆意义。

案例6

鹏华前海万科REIT——REITs公募发行的探索

鹏华前海万科REIT封闭式混合型发起式证券投资基金（后简称鹏华前海万科REIT）是中国境内首单以公募基金为载体实现不动产资产收益权证券化的产品。

背景

2014年，为推进深圳前海地区REITs试点，在中国证监会、深圳市金融办、深圳市证监局的指导下，前海开发投资控股有限公司（后简称前海控股）与万科企业股份有限公司（后简称万科股份）及鹏华基金管理有限责任公司启动全国第一只公募不动产投资信托基金的发行工作，投资标的为前海区内万科企业公馆项目的租金收益权，称为鹏华前海万科REIT。

在此之前，2013年10月，深圳市万科前海公馆建设管理有限公司（后简称万科项目公司）代表万科股份履行与前海控股的BOT协议。作为前海管理局的全资子公司，前海控股负责前海合作区内土地一级开发、基础设施建设和重大项目投资等。根据《深圳市前海深港现代服务业合作区土地租赁合同书》及《深圳市前海深港现代服务业合作区土地租赁补充合同书》，前海控股获得前海合作区荔湾片区第十一开发单元的用地租赁使用权，面积约9.32万平方米，用于前海企业公馆项目的开发和建设。万科项目公司是万科股份为履行前述BOT协议成立的运作实体，于2013年9月成立，是万科股份的全资子公司。万科项目公司与前海企业公馆项目签订所有业务合同、协议书，执行相关经济事项，并获得前海企业公馆项目的收益权。此外，前海投控同意将前海企业公馆项目2021年9月8日至2023年7月24日的运营权及收益权确定性转让给万科项目公司。根据上述安排，万科项目公司合法享有2015年1月1日至2023年7月24日项目100%的收益权。

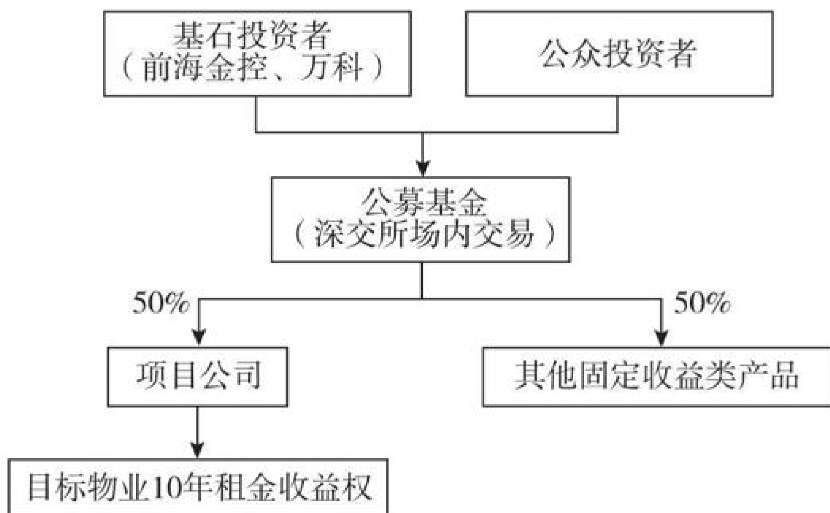
产品

2015年7月，鹏华前海万科REIT成功发行。该基金的规模为30亿元，其中前海金控作为基石投资者认购3亿元。基金在10年期内为封闭式基金，此后转为上市开放式基金（LOF）。在投资标的方面，基金除投资前海企业公馆项目公司股权（占募集资金总额的42%左右）外，还可以投资固定收益类、权益类资产。项目公司的股权对应的是BOT项目特许经营权的收益权。在利润分配方面，基金每年分配一次利润，将不低于90%的可分配利润分配给投资者。该产品投资收益的来源主要有两个方面：通过获得目标公司利润分配及股权回购款的方式，获得2015年1月1日至2023年7月24日目标公司调整后的营业收入；投资其他金融工具产生的收益。鹏华前海万科REIT的产品要素见表例6.1。鹏华前海万科REIT的交易结构如图例6.1所示。

表例6.1 鹏华前海万科REIT的产品要素

产品要素	具体名称
基金形式	契约型、混合型证券投资基金
基金运作方式	本基金合同生效后10年内（含10年）为基金封闭运作期，本基金在此期间封闭运作并在深圳证券交易所上市交易。基金封闭运作期满，转为上市开放式基金。
基金规模	30亿元
上市时间	2015年9月30日
交易场所	深圳证券交易所

产品要素	具体名称
募集对象	符合法律法规规定的可投资于证券投资基金的个人投资者、机构投资者、合格境外机构投资者以及法律法规或中国证监会允许购买证券投资基金的其他投资者。
基金管理人	鹏华基金管理有限公司
基金托管人	上海浦东发展银行股份有限公司
基金期限	无期限。封闭期为10年
基金费率	管理费率（每年）：0.65% 托管费率（每年）：0.10% 投资顾问费率（每年）：0.20%
基金退出	该基金通过向深圳万科及其指定的关联方溢价转让股权的方式实现逐步退出。该基金应分别在2015年12月31日前、2018年12月31日前、2021年12月31日前和2023年10月31日前向深圳万科或深圳万科指定的关联方转让14%、18%、17.5%和0.5%的目标公司的股权，直至本基金股权全部退出。
收益分配	1. 本基金收益分配采取现金分红方式。 2. 在满足分红条件的前提下，本基金收益每年至少分配一次。 3. 每年基金收益的分红比例不低于基金年度可供分配利润的90%。 4. 本基金每份基金份额享有同等分配权。 5. 基金合同生效不满3个月可不进行收益分配。 6. 基金收益分配后基金份额净值不能低于面值，即基金收益分配基准日的基金份额净值减去每单位基金份额收益分配金额后不能低于面值，基金收益分配基准日即期末可供分配利润计算截止日



图例6.1 鹏华前海万科REIT的交易结构

前海企业公馆项目是商业用写字楼。前海企业公馆项目坐落于深圳市前海合作区荔湾片区第十一开发单元的用地，包含约33栋企业办公物业、1个大型公共建筑，6个小型公共建筑，总建筑面积约为65 200平方米，总投资约77 329万元。前海企业公馆项目分为特区馆区和企业公馆区。特区馆区包含一座约12 000平方米的特区馆，企业公馆区包含36栋建面积为200～1 600平方米的企业公馆、一座约3 300平方米的商务中心、约3 000平方米的商业配套以及约6 000平方米的半地下停车场。

截至2015年3月，前海企业公馆项目已签约或确认入住意向的面积比例已达100%。已签署租赁合同及租赁预定合同书的企业共49家，租赁面积为41 926.36平方米，三年期、五年期、约七年期的租约占比分别为11.3%、42%、46.7%。已签约企业包括汇丰银行、民生银行、中国联通、广发证券等大型企业和单位，资质优良，覆盖银行、保险、现代物流、信息科技、文化产业、专业服务等多个产业领域。

点评

鹏华前海万科REIT首次使用公募基金作为发行载体，是类REITs产品在流动性上实现的重大突破，为中国境内公募REITs模式的选择提供了可行思路。按照现行规则，公募证券投资基金只能投资于标准化证券产品，并且存在“双十限制”。鹏华前海万科REIT作为封闭式基金，将不超过50%的基金资产投向非上市公司的股权，在资产类别上获得了监管部门的批准，具有重要的试点意义。同时，在基金募集过程中引入前海金控作为基石投资者和投资顾问，体现PPP的创新模式，即前海管理局推出土地资源，万科控股作为项目建设与运营管理人，鹏华前海万科REIT作为公众持有平台，使公众投资者能够分享不动产资产的运营收益。

鹏华前海万科REIT为了在现有的法律框架下实现公募，不动产资产并不是鹏华前海万科REIT的主导基础资产，其投资于不动产资产的比例不超过基金资产的50%，其他则投资于固定收益类证券和股票，以至于产品的主要收益并不是来源于不动产资产。另外，鹏华前海万科REIT持有的不动产资产并不是商业物业的产权，而是一个有固定期限（10年）的BOT项目收益权。该资产的投资收益只是商业物业的租金收益，不包括物业增值部分。因此，鹏华前海万科REITs体现了REITs的金融属性，

未完全体现REITs的不动产属性。BOT项目有固定期限，鹏华前海万科REITs本质上是一个债权性质的产品，而不是权益类产品。

案例7

越秀REIT——中国境内首只在境外上市的REITs

越秀房地产投资信托基金（后简称越秀REIT）于2005年12月21日在香港上市，是境外首只投资于中国境内物业的上市REITs。

背景

改革开放初期，广州市政府在香港设立越秀企业（集团）有限公司，作为联通境内外的商贸平台。1992年12月，越秀集团旗下以房地产开发为核心业务的越秀地产有限公司（上市时，公司名称为越秀投资有限公司）在香港上市。越秀地产上市后，一直存在财务窘迫问题，为此，2001年9月，在原国家计委批准下，越秀集团收购了同为广州市政府持有的广州城建集团95%的股权。随后对旗下子公司进行了重组。重组后，越秀集团子公司广州城建集团BVI（英属维尔京群岛注册的BVI公司）通过子公司Acon BVI持有广州城建集团95%的权益。位于广州市的财富广场、城建大厦、维多利广场以及白马广场成为广州城建集团及广州城建集团BVI旗下公司的优质资产。

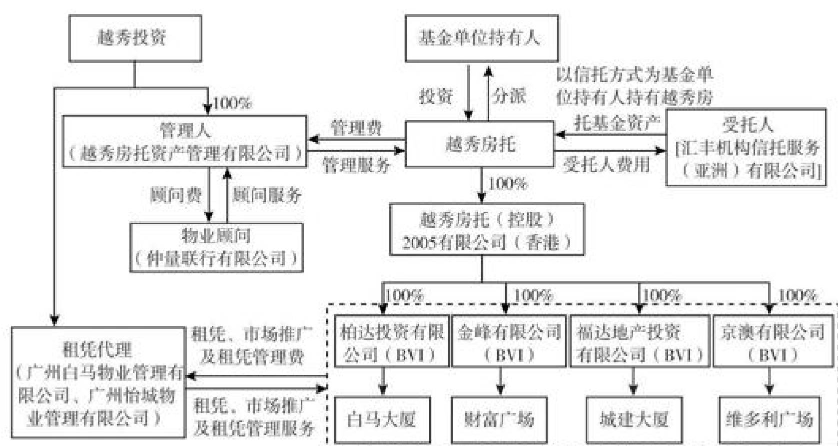
2002年12月，越秀集团将广州城建集团BVI公司100%的权益转让给越秀地产，以优化重组结构，获得境外资产的青睐。至此，越秀地产间接持有广州城建集团95%的股权及白马大厦100%的股权，广州城建集团其余5%的股权仍由广州城建集团持有。2004年至2005年10月，越秀地产通过广州城建集团BVI在境外设立了4家全资BVI公司，即柏达BVI、金峰BVI、福达BVI及京澳BVI，分别受让了白马大厦、财富广场、城建大厦与维多利广场。

2005年之前，根据《房地产投资信托基金守则》的规定，在香港上市的REITs只能投资香港物业，因此在2005年以前，香港只有一家投资香港本地社区商业的REITs领汇（现更名为领展）REIT上市。2005年该守则得到修订，允许在香港上市的房地产基金投资世界各地的房地产。

越秀集团根据2005年修订后的规则，将原拟定在新加坡上市的安排调整为在香港上市。2005年12月21日，越秀REIT在香港联交所成功上市，成为首只以中国境内房地产物业为基础资产的REITs。

产品

经过企业重组、资产重组等一系列操作，越秀投资成立基金资产管理人——越秀REIT资产管理有限公司，同时越秀投资选择汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司作为越秀REIT的受托人，由汇丰机构信托服务公司在香港设立全资子公司越秀REIT（控股）有限公司。最终，越秀REIT在各机构的共同努力下顺利完成发行。越秀REIT发行时的交易结构如图例7.1所示。



图例7.1 越秀REIT发行时的交易结构

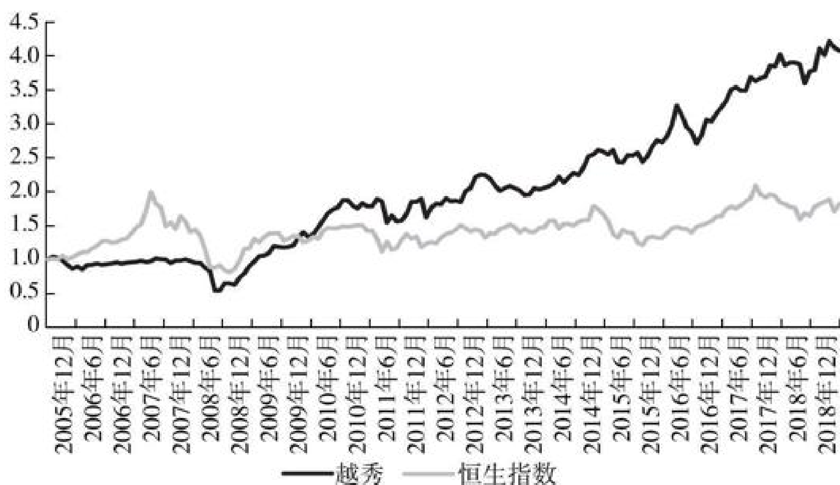
上市基金单位10亿个，向公众募集资金17.9亿港元，公开发售获得495倍的超额认购，国际配售也超额73倍，最终以上限定价，每基金单位3.075港元。越秀REIT发行时的产品要素见表例7.1。其中，联席全球协调人为香港上海汇丰银行有限公司、花旗环球金融亚洲有限公司、星展银行有限公司，主要负责对接全球投资者，承担产品的发行销售工作。星展银行作为财务顾问还负责越秀REIT的产品设计、交易所发行等工作的统筹协调。管理人为越秀REIT资产管理有限公司，负责基金的投资及融资策略、资产增值、收购及发售政策，以及旗下物业的整体管理。受托人为汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司，是香港上海汇丰银行有限公司的全资附属公司，受托对房托资金进行管理，保证资金的安

全。租赁代理为广州白马物业管理有限公司及广州怡城物业管理有限公司，负责向越秀REIT提供租赁、市场推广及租赁管理服务。物业顾问为仲量联行有限公司，可应管理人要求，为管理人筛选、评估、买卖物业提供指导，为管理人员工提供资产管理及物业管理相关事项的培训等。

表例7.1 越秀REIT发行时的产品要素

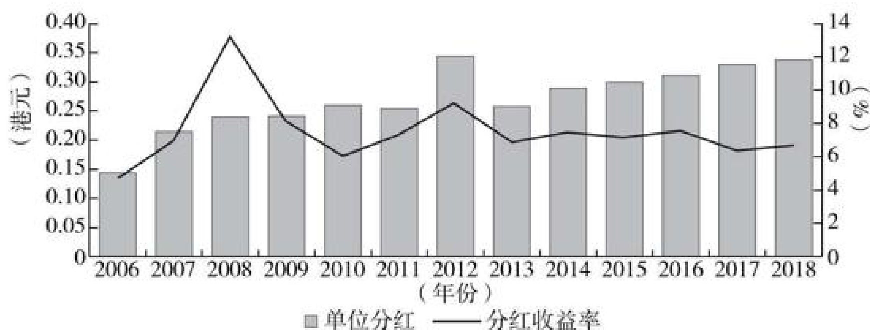
产品要素	具体内容		
产品名称	越秀房地产投资信托基金		
发起人	广州市越秀区城市建设开发集团有限公司		
联席全球协调人	香港上海汇丰银行有限公司、花旗环球金融亚洲有限公司、星展银行有限公司		
上市代理人	香港上海汇丰银行有限公司		
财务顾问	星展银行有限公司		
受托人	汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司		
管理人	越秀 REIT 资产管理有限公司		
物业顾问	仲量联行有限公司		
租赁代理机构	广州白马物业管理有限公司、广州怡城物业管理有限公司		
上市时间	2005 年 12 月 21 日		
发行价格	3.075 港元/基金单位		
募资总额	17.9 亿港元		
发行对象	越秀投资	越秀集团	公众投资者
发行基金份额	313 280 495	8 073 585	678 645 920
基金份额占比	31.3%	0.8%	67.9%

上市之初，越秀REIT的目标资产为位于广州市区核心地段的白马大厦、财富广场、城建大厦和维多利广场4处物业。随着优质资产的持续注入，越秀REIT的资产组合中新增广州地标且为全球十大高楼之一的广州国际金融中心、上海越秀大厦、位于武汉的越秀财富中心和位于杭州的维多利广场4处高品质物业，截至2019年6月30日，越秀REIT旗下8处物业资产的总建筑面积达96.95万平方米，可租面积为63.29万平方米，平均出租率达到90.5%，物业总估值347.92亿元。物业类型包括服装专业市场、甲级写字楼、多功能商务写字楼、零售商业、酒店、服务式公寓等。自上市以来，越秀REIT的基本经营情况和年度重大事项见表例7.2。越秀REIT各资产近况见表例7.3。



图例7.2 越秀REIT累计收益率与恒生指数累计收益率

资料来源：彭博。



图例7.3 越秀REIT单位分红与分红收益率

资料来源：彭博。

表例7.2 越秀房托的基本经营情况和年度重大事项

年份（年）	营业收入（亿元）	物业数量（个）	物业建筑面积（万平方米）	物业估值（亿元）	基金可分配总额（亿元）	重大事件
2006	3.7	4	16.1	42.6	2.1	
2007	3.8	4	16.1	44.0	2.1	
2008	4.4	5	22.4	50.4	2.3	2008 年 6 月，越秀房托管理人完成向母公司越秀投资收购越秀新都会，令物业组合面积增加 38.5%。2008 年 7 月，越秀房托通过公开拍卖购入财富 1 701（财富广场东塔 17 楼单位），扩大了物业组合规模
2009	4.7	5	22.4	50.8	2.2	
2010	4.8	5	22.4	54.3	2.2	
2011	5.2	5	22.4	64.7	2.3	
2012	7.1	6	68.1	223.3	4.0	越秀房托完成对广州国际金融中心的收购，本次交易是越秀房托自 2005 年上市以来最具影响力的事件，使基金资产实现里程碑式的重大跨越。交易后，基金的资产规模迅速扩大，资产总额从年初的约 74 亿元达到年末的约 249 亿元，增长 237.3%，在亚洲房托基金中位居前列。交易丰富了基金的物业组合和经营类别，增加了酒店、服务式公寓等新元素，降低了原物业组合中批发市场的比重，收入来源更加多元。交易后，基金单位总数从 10.7 亿个增加到 27.4 亿个
2013	13.7	6	68.1	227.5	6.0	
2014	15.7	6	68.1	235.7	6.6	
2015	17.1	7	74.3	275.7	7.0	以 26.27 亿元收购上海浦东竹园 CBD 核心地段的优质物业宏嘉大厦（上海越秀大厦），这是越秀房托自 2005 年上市以来，首度在广州市以外的区域实现资产收购
2016	18.4	7	74.3	286.6	8.3	
2017	18.5	8	99.1	322.5	8.3	将越秀地产开发的武汉越秀财富中心注入越秀房托。越秀地产宣布出让武汉物业 67% 的股权给越秀房托，转让项目股权贷款的代价协定为 22.81 亿元。物业具体包括武汉越秀财富中心、星汇维港购物中心及 1 000 多个停车位，总估值为 35.87 亿元，协定收购金额 22.81 亿元，较按比例计 24.03 亿元（67%）折让约 5.1%。项目办公用途的建筑面积为 12.94 万平方米、零售用途建筑面积为 4.36 万平方米
2018	20.3	8	97.0	339.7	8.5	
2019 H1	10.00	8	97.0	347.9	4.2	

资料来源：越秀房托年报。

表例 7.3　越秀房托各资产近况

物业名称	类型	位置	建成年份（年）	建筑面积（平方米）	可出租面积（平方米）	物业出租率（%）	租金［元/（平方米·月）］	2018 年营业收入（百万元）	2019.6.30 估值（亿元）
白马大厦	批发商场	广州越秀区	1990	50 199.3	50 128.9	100.0	632.2	189.9	51.62
财富广场	甲级写字楼	广州天河区	2003	41 355.2	41 355.2	99.6	155.2	37.8	12.20

物业名称	类型	位置	建成年份（年）	建筑面积（平方米）	可出租面积（平方米）	物业出租率（%）	租金［元/（平方米·月）］	2018年营业收入（百万元）	2019.6.30估值（亿元）
城建大厦	甲级写字楼	广州天河区	1997	42 397.4	42 397.4	95.9	139.1	33.4	9.88
维多利广场	零售商场	广州天河区	2003	27 698.1	27 262.3	99.4	242.9	35.0	9.59
广州国际金融中心	商业综合体	广州天河区	2010	457 356.8	230 266.9	95.3	218.3	545.3	188.91
其中：	甲级写字楼			267 804.4	183 539.6	94.6	235.4	—	—
	零售商场			46 989.2	46 727.3	98.0	153.5	—	—
	酒店			91 460.9	—	—	—	—	—
	服务式公寓			51 102.3	—	—	—	—	—
越秀大厦	综合商务楼	上海浦东新区	2010	62 139.4	46 026.3	95.0	272.5	69.9	32.09
武汉物业	商业综合体	武汉硚口区		248 194.2	172 993.3	74.3	83.2	55.1	37.55
其中：	甲级写字楼		2016	139 937.1	129 446.7	65.8	98.3	—	—
	零售商场		2015	45 471.4	43 546.6	99.6	53.6	—	—
	商用停车位		2015—2016	47 182.9	—	—	—	—	—
	住宅停车位		2014—2016	15 602.8	—	—	—	—	—
杭州维多利中心	甲级写字楼	杭州江干区	2017	40 148.4	22 484.8	96.7	113.7	—	6.08
合计	—	—	—	969 488.8	632 915.1	90.5	215.4	1 002.8	347.92

资料来源：越秀房托年报。

越秀REIT累计收益率与恒生指数累计收益率如图例7.2所示。越秀REIT单位分红与分红收益率如图例7.3所示。自2005年12月上市至2019年6月，越秀REIT的总收益率达306%，平均年复合收益率为11%，市场表现显著优于恒生指数。分阶段来看，受2007—2008年美国次贷危机影响，市场避险情绪较浓，REITs资产普遍呈大幅下跌趋势，越秀REIT在此期间的表现弱于恒生指数。2009年后，全球股票市场开始复苏，伴随着越秀REIT优质资产的持续注入，价格表现持续优于恒生指数。2006—2018年，越秀REIT的年均单位分红为0.27港元，年均分红收益率为7.53%，呈现出良好的分红特性。

点评

越秀REIT作为中国境内第一只在香港成功发行的REITs，具备里程碑式的标志意义。越秀集团在发行REITs过程中积累的一系列实践经验，对中国境内REITs市场的发展具有宝贵的参考价值。

一方面，越秀REIT委托专业管理人进行物业资产的运营管理，获取租金收入和其他资产运营收入，将扣除相关税费、运营成本和物业运营管理费后的净现金流的90%以上分配给投资者，上市15年来，年均分红收益率超过6%；另一方面，越秀REIT积极寻找优质物业资产并购交易机会，持续提升物业资产组合的品质和运营管理能力。越秀REIT通过与越秀地产相互配合，形成了独特的“开发＋运营＋金融”商业模式，越秀地产负责土地储备、地产开发与运营，其后将已证券化的项目注入越秀

REIT。这样，越秀地产可以借助资本市场加速商业项目的开发与资金流转，既可以尽快回笼资金，又可以继续以REITs持有人身份享受商业地产增值的红利，从而免去重资产的资金积压。

案例8

领展REIT——香港首只公募REITs

领展房地产投资信托基金（后简称领展REIT），之前的名称为领汇房地产投资信托基金，于2005年11月25日在香港上市，是香港首只房地产投资信托基金。

背景

领展REIT的成立源自香港房屋委员会（简称房委会）出售资产，缓解资金压力的商业动机。香港房委会成立于1973年，主要职责是为低收入市民提供租金廉价的公屋，以及售价较低的居屋，同时提供相应的商场、街市和停车场等设施，以方便市民生活。香港房委会致力于促进香港住房保障体系的完善，保障安定，缩小贫富差距，取得了相当不错的成绩。但由于“香港公屋计划”需要耗费大量的政府开支，随着时间的推移，财政压力不断增加。此后，再加上亚洲金融风暴和“非典”疫情的影响，特区政府决定停建和停售公屋，香港房委会资金难以回笼。而对于商场、停车场等设施，香港房委会作为政府部门难以采取灵活的商业手段对其进行管理和运营，从而进一步导致香港房委会内部年年亏损，赤字巨大。为了缓解这一巨大的财政压力，香港房委会决定分拆出售部分商业性质的零售和停车场资产，成立香港首个房地产投资信托基金——领展REIT。

领展REIT在这样的背景下成立，该背景赋予领展REIT两大任务：一是，香港房委会赤字巨大，通过将旗下物业打包出售，成立领展REIT来缓解自身的财政压力；二是，香港房委会的低效运营导致这些资产购物环境差、租金低廉、经营不善，领展REIT需要对这些物业进行私有化经营，使其自负盈亏，改善经营状况，为民众提供更好的购物环境，同时使既有资产升值。上市前，香港房委会拥有180余个位于香港的商场和停车场项目，拥有香港最大份额的零售设施。此后，香港房委会将此类物业打包交由领展REIT统一管理，并于2005年11月25日在香港联交所挂牌上市，成为香港第一家房地产投资信托基金。

产品

领展REIT采用契约型REITs结构，发起人为香港房委会。截至2019年9月30日，领展REIT的投资组合包括131个物业，分布在中国香港以及内地的5个城市，组合估值2 180亿港元，市值1 786亿港元。领展REIT是香港市场最大的REIT，其市值规模占H-REITs市场总规模的56%。

领展REIT成立之初，香港房委会成立了专门的控股公司HoldCo（下设子公司FinanceCo和PropCo），通过收购协议将基础物业资产剥离到PropCo，使其仅拥有准备进行证券化的物业资产。根据收购协议，HoldCo将于领展REIT上市之日收购PropCo的全部股份，PropCo成为HoldCo的全资子公司。PropCo向香港房委会购买有关物业，支付基金发行所募集的资金作为对价。

领展REIT的载体是特殊目的信托。香港房委会下属的领展资产管理有限公司与汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司签订信托协议，以香港房委会准备证券化的180个零售物业和停车场设施为基础资产成立领展REIT，汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司为受托人。领展REIT上市募集到资金后，向香港房委会收购HoldCo及领展资产管理有限公司的全部股份。领展REIT行使超额配售权后，香港房委会不再持有领展REIT的基金份额。

汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司作为受托人，在领展REIT完成上述收购后，根据信托协议代表基金单位持有人全面负责保管领展REIT的基础资产，实际收益权归领展REIT单位持有人。经过上述操作，领展REIT实现了两层风险隔离：一是破产隔离，发起人向领展REIT真实转让底层资产的所有权，实现了原始权益人与资产的隔离；二是风险隔离，受托人接受托管资产后，再委托领展资产管理有限公司专职管理，使该资产与受托人的其他资产隔离开，实现受托人与管理人在房托经营管理上的相互独立。

此外，领展REIT还引入了策略伙伴新加坡嘉德置地有限公司（即现在的凯德集团）。管理人领展资产管理有限公司委聘策略伙伴在有需要时向其提供管理顾问服务，就基金及组合管理、资产及物业管理、企业管理、内部控制程序、资本结构管理、会计及财务等各个方面给予管理人相应的指导和建议，为期5年。同时，为了保证凯德集团利益与领展REIT利益的一致性，凯德集团认购了1.8亿美元的基金份额，占基金发

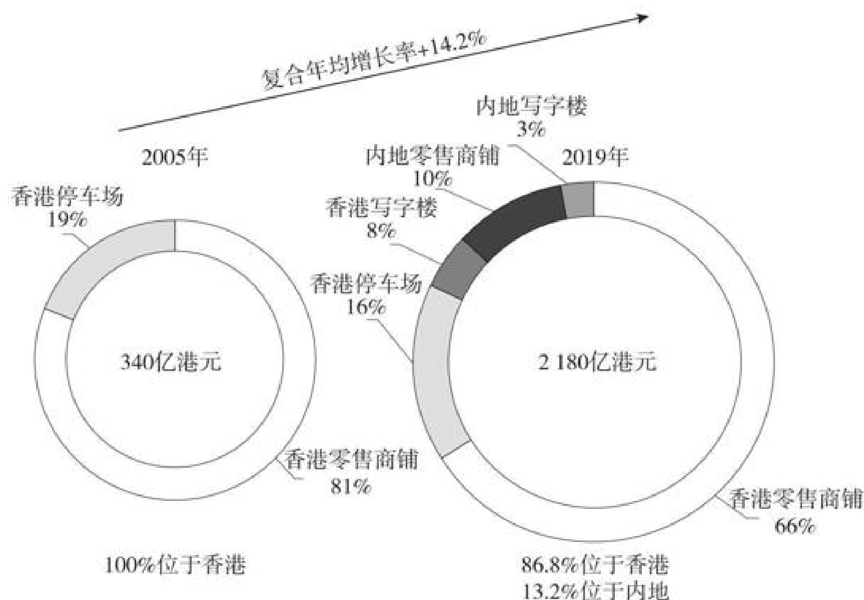
行总额的4.25%。

领展REIT发行的是权益类REITs，投资者认购领展REIT后通过受托人和管理人拥有领展REIT资产的实际所有权，获得领展REIT所包含物业的真实产权以取得经营收入，收入的主要来源为房产租金和停车场收费。领展REIT设立时的产品结构如图例8.1所示。

图例**8.1** 领展**REIT**设立时的交易结构

资料来源：领展REIT招股说明书。

香港房委会置入领展REIT的物业组合，包括149个综合零售物业设施及停车场、2个独立零售物业设施及29个独立停车场，物业总面积96万平方米。目前，领展REIT的物业组合遍及香港、北京、上海、深圳和广州，物业组合估值2 180亿港元，包括香港126个共计约74.3万平方米的零售物业，以及内地5个共计约46.5万平方米的零售与写字楼物业。此外，还对78个项目进行了资产提升，资产收购金额达420亿港元。在香港零售地产以及REITs市场中占据重要地位。如图例8.2所示，当前领展REIT资产组合涉及零售、写字楼和停车场，并扩大了在内地的资产持有份额。



图例8.2 领展REIT 2005年及2019年的物业组合（按资产估值）

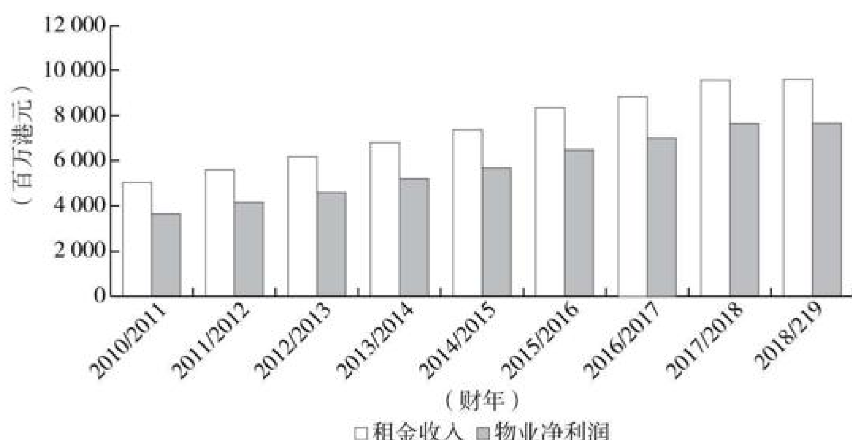
领展REIT在经营层面主要包括资产管理、资产提升和资产收购出售三大业务。领展REIT的资产管理主要围绕两大策略展开：租赁策略和物业管理策略。租赁策略是领展REIT优质资产管理中的重要一环，通过提升购物环境、提高服务质量来满足顾客需求，以达到维持强劲的续租租金调整率，改善租用率，提升行业组合的目的。物业管理策略旨在通过改善物业管理服务，提高商场管理水平，持续进行硬件升级等措施，达到控制成本，节省能源，提升业务毛利的目的。资产提升主要包括两部分内容：一是活化商场，如改善购物环境，改善交通/人流等；二是对商场进行重新定位，引入多样化选择，调整行业组合以迎合市场需求。

资产收购与出售的目的是优化物业组合，增添具有收入及资本增长潜力的优质资产。例如，2014年，领展REIT第一次出售商业物业，以29.56亿港元的价格出售兴田商场、葵兴商场等9处物业；2015年4月和2015年8月，领展REIT分别完成收购北京欧美汇购物中心和上海企业天地1号及2号；2015年12月，领展REIT出售5处物业，此后，又分别于2016年3月31日和2016年4月11日再次出售9处物业，通过出售非核心资产，持续精简物业组合；2017年4月9日，领展REIT以40.65亿元全面收购广州荔湾区西城都荟广场；2018年11月，领展REIT以25.6亿元购入位于北京的京通罗斯福广场；2019年2月，领展REIT以66亿元收购深圳

福田核心商区新怡景商业中心。

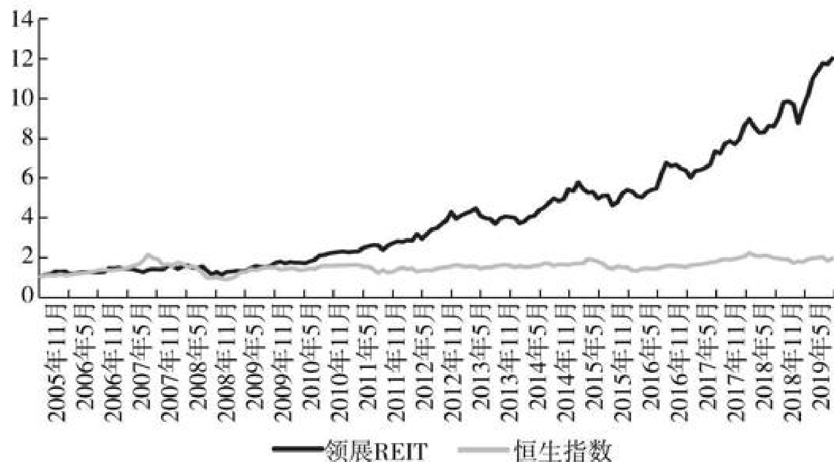
领展REIT一直秉承稳健的经营理念，平均财务杠杆率为16%左右。领展REIT的总收入平稳增长，领展REIT 2018/2019财年的总收入为100.37亿港元，其中租金收入占95%以上。如图例8.3所示，从2010/2011财年到2018/2019财年，领展REIT的租金收入增长了90.3%。租金收入的增长来源于经常性租金收入的温和上涨以及不断创新高的租金调整率。2010—2019年，领展REIT的物业净利润（NPI）从36亿多港元增加到近77亿港元，增加了2倍多，年均净利润率保持在72%以上，反映了良好的经营绩效。

领展REIT累计收益与恒生指数累计收益如图例8.4所示。领展REIT单位分红与分红收益率如图例8.5所示。自2005年12月上市至2019年6月，领展REIT的收益率达1 102%，平均年复合收益率为20.2%，市场表现显著优于恒生指数。2006—2018年，领展REIT的单位分红稳定增长，2006年的单位分红为0.55港元，2018年为2.58港元，平均增长率为14%。在此期间，领展REIT的年均分红收益率为4.09%。领展REIT在分红和股价增值上都有优异的表现。



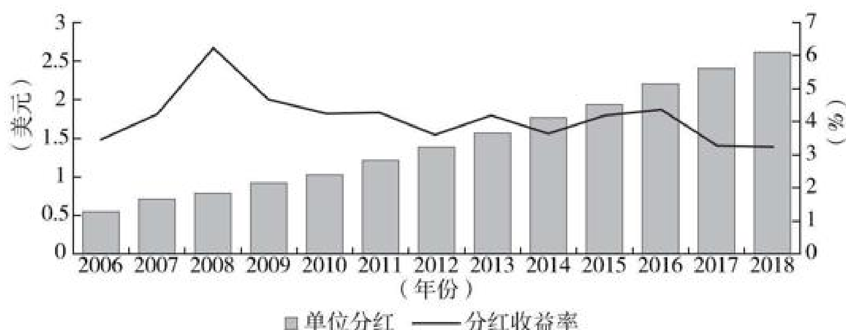
图例**8.3** 领展**REIT**租金收入与物业净利润

资料来源：彭博。



图例8.4 领展REIT累计收益与恒生指数累计收益

资料来源：彭博。



图例8.5 领展REIT单位分红与分红收益率

资料来源：彭博。

点评

领展REIT凭借其稳健的经营树立了行业标杆，成为香港最具代表性的REITs。领展REIT完全由个人和机构投资者持有，公众持股量达100%，在股权分散的情况下，展现了良好的公司治理。领展REIT的价值增值得益于旗下持续、稳定、高收益的物业组合。2014年之前，领展REIT的物业主要为香港房委会公屋和居屋的配套，包括超市、熟食档、街市等，为低收入群体提供生活消费产品和服务，经年累月后，存在物业高龄服役、老旧损坏、环境差等问题。领展REIT对这些物业进行翻

修、重建，强化管理，并进行适当的出售与收购，进而改善内外环境，大大提高物业的布局与流通性，从而满足更多顾客的需求，增加客流量。近年来，由于香港市场的饱和，香港物业资产分布在几个家族企业，难以收购，另外，政策允许领展REIT投资内地市场，领展REIT选择出售一些效益不好的物业以获取可持续现金流，同时收购一些内地优质物业，进行管理，提升收益。优质物业既能为企业带来稳定的经营收入，又能为企业的运营管理提供新的灵感，进一步提升企业的资产管理能力，从而创造出更高的价值。

案例9

砂之船REIT——亚洲首家奥特莱斯REITs

砂之船房地产投资信托基金（后简称砂之船REIT）于2018年3月28日在新加坡交易所主板上市，是亚洲首只基础资产在中国境内的奥特莱斯REITs。

背景

奥特莱斯（Outlet）首创于美国，是工厂尾货的直销点，随着业务的扩大，逐渐成长为大型购物中心，主要销售过季、断码或下架的名牌乃至奢侈品牌商品。其以低价与名品的结合见长，该业态对中等收入群体具有较高的依赖性。近20年来，中国中等收入群体的数量与收入下限出现快速增长，奥特莱斯这种零售模式因此具备了一定的发展基础。具体来看，奥特莱斯在中国还受以下几个方面影响。

一是，消费升级趋势下对名品的需求扩大，有利于奥特莱斯的发展。从需求端看，居民消费结构的变化主要受收入水平、消费支出偏好和价格水平3类要素的影响。随着居民收入水平的提高以及财富总量的累积，消费支出的配比以及不同商品和服务的支出比例发生了变化，对消费品的需求逐渐从满足基本的生存需要转换到享受型消费，表现为对高品质、品牌化以及创意类商品与服务的追求。奥特莱斯的增长动力还来自自身的供给量，与发达国家比，中国名品折扣的供应数量不足。美国奥特莱斯商场的密度为每百人2.4平方米，而中国仅有0.4平方米。随着中国中产阶层可支配收入的增加，中国奥特莱斯有望在2030年超过美国成为全球第一，达到总销售额6 400亿元。[1]

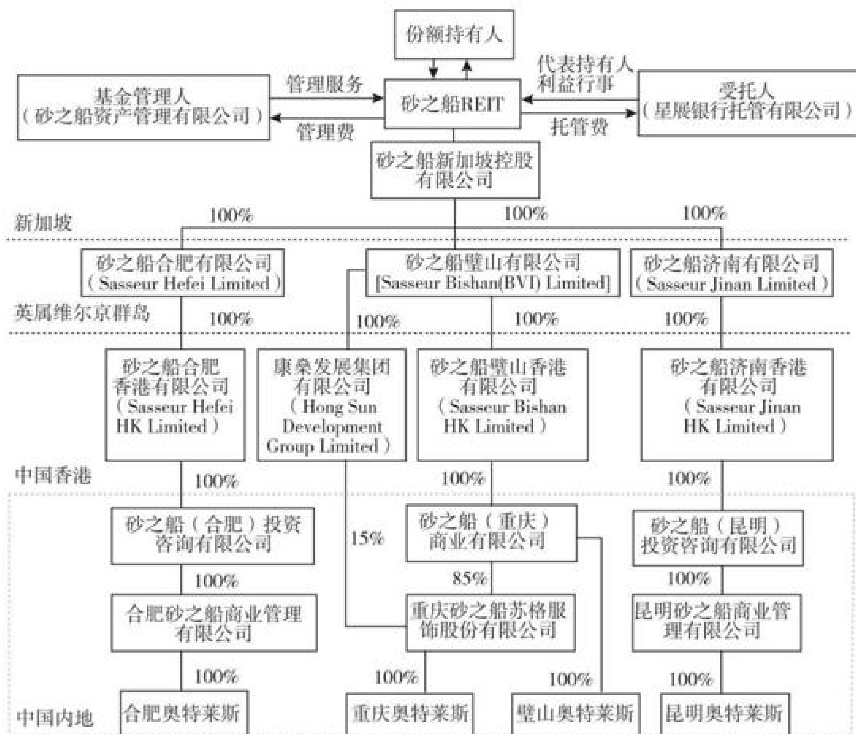
二是，电商平台蓬勃发展，奥特莱斯模式受到一定挑战。按零售平台的空间位置划分，中国大型零售平台可以分为3类：位于市中心的商场、超市大卖场或商业综合体，位于市郊的奥特莱斯，以及搭建在网络空间的在线购物平台。这3类平台最显著的区别在于，因空间位置与产品服务的不同导致优劣势不同。例如，超市大卖场通常位于人流密集、交通便利的城市中心，商品品类丰富，可以满足大多数人的日常吃穿住

行需求，但缺点是同类产品的价格相对较高，且以大众品牌为主。在线购物平台以网络为媒介，打破了交易的时空限制，降低了一系列交易成本，可以触达数以亿计的买卖双方，对消费者来说极其便利、快捷，但由于不能面对面交易，存在产品质量与售后无法保障的隐忧。奥特莱斯以奢侈品和高端品牌为主，并且实行常年低价折扣策略，对于对品牌品质有需求且追求较高性价比的消费者来说，是更合适的消费场所，但缺点是，奥特莱斯通常建在城郊，交通不方便，且产品的品类有限。鉴于越来越多的奢侈品牌开启了在线平台，或与国内知名电商平台展开合作，奥特莱斯的取胜优势将聚焦在舒适的购物体验上，线下商场可以为消费者提供真实的产品触感、试用和解说，并可立即提货，增强线下购物的满足感。

产品

砂之船REIT的基础资产为奥特莱斯形态的零售商场，当前组合内的4家奥特莱斯物业分别位于重庆、璧山、合肥和昆明，2018年年底的估值为78.1亿元，较上市时增长6%。2019年前三季度的租金收入为8 984万新元，物业净利润为2 719万新元，股息率为6.53%。负债率在32.85%左右，单位净值为0.85新元。

砂之船REIT的发起人是砂之船开曼控股有限公司（Sasseur Cayman Holding Limited）。受托人是新加坡星展信托有限公司。星展信托有限公司以信托形式持有砂之船REIT资产，主要职责包括维护基金持有人的权益，行使受托人的权力，并保障REIT组合中基础资产的收益。基金管理人是砂之船资产管理有限公司（Sasseur Asset Management Pte Ltd.）。该公司是发起人的间接全资子公司。基金管理人受受托人星展信托委托，负责管理砂之船REIT的资产与负债，向受托人制定、建议投融资战略，其决策最终决定基金持有人的收益。当前砂之船REIT的前五大基金持有人如图例9.1所示，最大持有人为砂之船开曼控股（Sasseur Cayman Holding Ltd.），截至2019年3月11日，其持有砂之船REIT 56.95%的份额。其余为公众投资者持有，所持份额与第一股东相差较大，第二大持有人为Meritz Fire & Marine保险，持有4.37%的份额。



图例**9.1** 砂之船**REIT**上市时的交易结构

由于砂之船REIT的基础资产位于中国境内，上市地点在新加坡，为满足不同借贷机构的权益要求，降低融资成本以及基于税收优化的考量，砂之船REIT分别在新加坡、英属维尔京群岛、中国香港和中国内地4个地域设立了4级特殊目的载体。砂之船REIT在新加坡成立了一个全资子公司砂之船新加坡控股有限公司（Sasseur Singapore Holdings Pte.Ltd.），收购了英属维尔京群岛三家项目公司的全部股份，这三家项目公司又全资控制着香港4家中间控股公司，由香港控股公司中的3家全资持有中国内地的3家外商独资公司——砂之船（昆明）投资咨询有限公司、砂之船（合肥）投资咨询有限公司以及砂之船（重庆）商业有限公司。合肥与昆明的外商独资公司下又各设立1家全资持有的项目公司合肥砂之船商业管理有限公司与昆明砂之船商业管理有限公司，再分别持有合肥与昆明砂之船奥特莱斯商场。璧山奥特莱斯商场则由中国内地外商独资企业砂之船（重庆）商业有限公司直接持有，后者与另一家香港中间控股公司康燊发展集团有限公司各出资85%和15%组成重庆砂之船苏格服饰股份有限公司，最终持有重庆奥特莱斯商场。

在砂之船REIT的结构中还存在委托经理（Entrusted Manager）的

角色，由发起人的全资子公司砂之船（上海）控股有限公司担任。委托经理根据发起人与受托人、基金经理签订的主委托管理协议（Master Entrusted Management Agreement，简写为MEMA），委托经理代表中国物业管理公司对物业进行直接管理，包括物业运营中涉及的租赁、营销、开发、维修等服务。最重要的是，根据委托管理协议，砂之船（上海）控股提供管理服务，收取租金收入，并支出与物业运营有关的费用。

根据主委托管理协议，4家奥特莱斯商场的商户与砂之船REIT直接签署租赁协议，租金由砂之船REIT收取，统一放在REIT账户。这一安排保障了分派资金的安全性，受到新加坡交易所的认可，成为与新加坡交易所签署该协议的第一个REITs。砂之船奥特莱斯的平均租期为1.3年左右，远低于正常零售商场的租期，租期过短客观上存在资金错配和短缺的风险，收入的稳定性差。为解决这一问题，砂之船REIT的收入包括两部分，一是固定收入，每年提高3%，为砂之船REIT的收益提供最基础的保障；二是浮动收入，与每个租户的销售额挂钩，使砂之船REIT投资者享受销售增长的超额收益。这一设定有助于提高物业的销售额。砂之船REIT基础资产的组合概览见表例9.1。

表例**9.1** 砂之船**REIT**基础资产的组合概览

	重庆砂之船	璧山砂之船	合肥砂之船	昆明砂之船	总计/平均
建筑面积（平方米）	73 373.4	68 791.4	141 181.7	88 256.8	371 603.3
可出租面积（平方米）	50 885	45 308	144 583	70 067	312 844
出租率（%）	100	91.9	95	94.8	95.4
入住租户数（家）	435	212	336	251	1 234
停车位数量（个）	500	400	1 566	2 000	4 466
开业时间	2008年9月	2014年10月	2016年	2016年	—
估值（百万元，2018年12月31日）	2 901	790	2 624	1 495	7 810
2019年一至三季度销售额（百万元，同比变动）	1 669（+8.9%）	332.3（32.7%）	802.5（28.8%）	674.3（44.4%）	3451.1（+20.9%）

注：本表除特殊标注外，数据均截至2019年9月30日。

砂之船REIT的资产组合是位于中国内地的4个奥特莱斯商场，分别在合肥、重庆、璧山和昆明。上市时的估值约为73.4亿元，建筑面积近37.2万平方米，可出租面积共计约30.46万平方米，上市时的平均出租率为95.1%。截至2019年9月30日，砂之船REIT的平均出租率为95.4%，入住租户数量为1 234家，2018年年底的估值增长到78亿元。

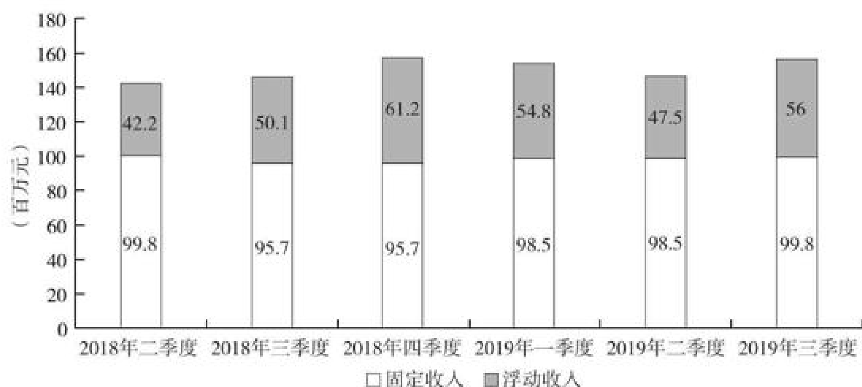
国际上常见的奥特莱斯通常为一层的步行街形式，这一设计的初衷是，奥特莱斯的定位在品牌折扣，最早甚至就是一家工厂店，工厂店旁边就是该品牌的仓库，因此消费者来此的目的就是快速购物，然后快速离开，停留时间短，通常这些奥特莱斯除了服饰门店外，不再提供其他类型的服务。为更好地提供全面的购物娱乐体验，砂之船REIT的奥特莱斯的运营模式为“1＋N”超级奥特莱斯模式，其中“1”代表奥特莱斯购物核心业务，如各类服装品牌折扣店，“N”反映由购物中心运营的每个奥特莱斯购物中心提供的各种生活方式选择，如娱乐和文化活动、食品和饮料、运动与健康、儿童保育中心、体育馆、生态活动（如农场）和家具店等。通过“N”多样化场景，打造具有社交属性的新型线下生态圈，

将奥特莱斯从纯粹的零售场所转化为具有购物和生活方式的目的地，从而吸引更多顾客。这也是砂之船奥特莱斯与线上线下同行竞争的重要内在化差异点。通过这一设计，砂之船奥特莱斯不仅保留了传统奥特莱斯的品牌和低价优势，还带入了体验式消费，有效延长了消费者的停留时间，提高了消费的愉悦感，增强了消费黏性。从砂之船REIT的年报来看，多元化的服务受到消费者的认可。

为顺应消费喜好的变化和趋势，砂之船奥特莱斯建立了自己的时尚零售品牌数据库，约1 770个。数据库分为3类。一是砂之船奥特莱斯现有的品牌数，约670个品牌；二是达成战略合作伙伴协议的品牌，约103个，若砂之船REIT运营的奥特莱斯商场符合其开店标准，则该品牌可以在此设店，这类品牌多为国际大牌；三是在砂之船奥特莱斯备选名单上的997个品牌，用于卖场空位的替换。砂之船集团每半年会根据市场情况更新品牌数据库，并及时替换业绩不达标的品牌，这也是保证短租期模式下租金收入稳定、充足的重要途径，过去29年，砂之船奥特莱斯的年复合增长率实现了40% 的增长。

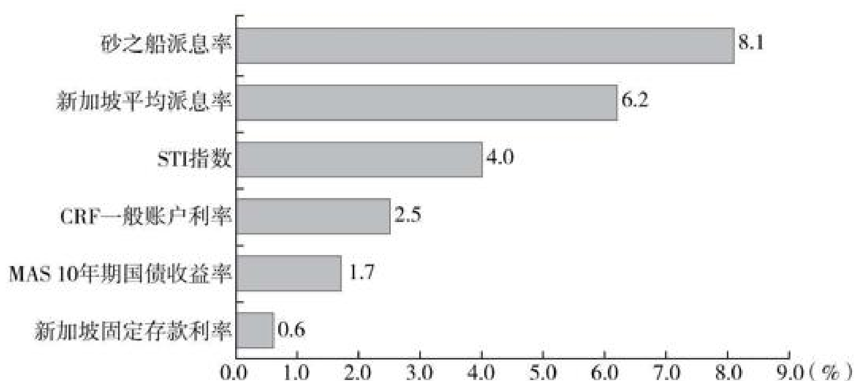
当前，砂之船REIT将目标指向中国的二线城市，这些城市具备较快的消费增长力，以及名牌商品的缺口。除此以外，二线城市的土地价格便宜，竞争度低，是良好的开发地区。砂之船REIT已计划在扬州、兰州等地开设新的店面，并可以优先承购发起人在贵阳、西安等地开设的砂之船奥特莱斯。

砂之船REIT的总收入几乎全部来自租金收入（见图例9.2）。2018年后三季度的租金收入总计444.7亿元，2019年前三季度的租金收入总计455.1亿，较前三季度小幅上升。每个季度的租金收入稳定，其中，浮动收入部分占总收入的1/3左右。图例9.3是砂之船REIT与新加坡市场具有代表性的大类资产之间派息收益率的比较，从中可以看出，自上市以来，砂之船REIT表现出良好的分红特性。



图例**9.2** 砂之船**REIT**的租金收入

资料来源：砂之船REIT 2019年三季度报告。
注：2019年三季度委托管理协议（EMA）租金收入包括合肥奥特莱斯店附加商铺的固定收入。



图例**9.3** 砂之船**REIT**与新加坡市场具有代表性的大类资产之间派息收益率的比较

资料来源：砂之船2019年三季度报告，截至2019年10月31日。
注：新加坡平均派息率指新加坡44只REITs和房托12个月的平均派息率；STI指数为12个月的富时新加坡海峡时报股票平均指数；CPF指的是新加坡中央公积金（Central Provident Fund）；MAS指的是新加坡金融监管局（Monetary Authority of Singapore）。

点评

中国境内的商业物业开发已经从追求增量规模转向消化存量的整体调整期。近年来，中国境内经营良好的商业物业，纷纷利用商业房地产抵押贷款支持证券、抵押贷款支持票据（CMBN）等资产证券化工具或类REITs工具，打破融资渠道有限的局面，通过金融创新盘活存量，优

化资本结构，降低资金成本，实现投资回报价值的提升。砂之船REIT在新加坡交易所上市，有利于砂之船集团盘活固定资产，实现轻资产转型，促进公司资本的高效循环利用，同时引入国际先进的资产管理经验，提升企业的管理运营水平。砂之船REIT是中国境内奥特莱斯商业资产在国际资本市场按照国际标准发行的第一只REITs产品，具有深远的项目示范效应及行业参考价值。

---

[1] 该观点来自砂之船招募说明书。

案例10

凯德商用中国信托——新加坡最大的中国零售REITs

凯德商用中国信托是新加坡首只，也是最大的投资于中国购物中心的房地产投资信托基金，其资产组合包括11家营收型购物中心。凯德商用中国信托于2006年12月8日在新加坡交易所上市，设立目标是长期投资位于中国内地、香港和澳门的多元零售商业资产组合。

背景

受1997年亚洲金融危机影响，1998年下半年新加坡经济及房地产行业进入萧条期。以写字楼为例，1993—1996年，平均每年新增写字楼需求23.2万平方米，1997年降到17.7万～19.5万平方米。租金和售价因此出现不同程度的下跌，优质楼盘的租金下跌3%～9%，低档楼盘的跌幅更大。为帮助企业渡过难关，新加坡政府采取了一系列旨在降低商业成本的临时性政策。例如，给商业和产业地产40%的房产税返还，土地开发可以享受最多5年的房产税豁免等。

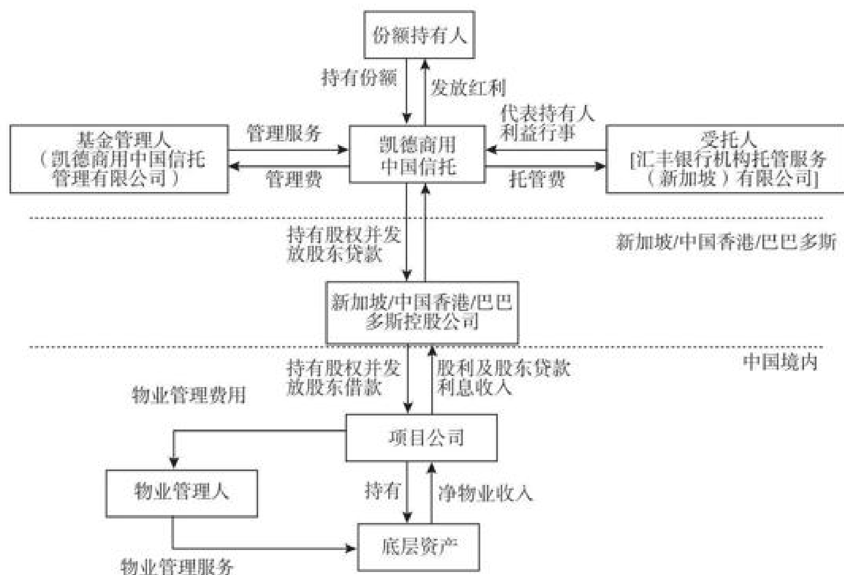
REITs制度的推进也是在这一时期。1997年亚洲金融危机凸显了房地产开发和投资的风险。1998年，新加坡政府起草了第一套监管房地产投资信托市场的指导方针。1999年，金融管理局发布了第一版《新加坡房地产基金指引》，规定房地产信托基金可以以公司法人或信托的形式成立并上市，并按照公司制或信托的一般税法原则纳税，可以享受税收优惠。但这一优惠的模糊性仍是房地产开发商参与REITs的阻碍。2001年，新加坡国内税务局（Inland Revenue Authority of Singapore，简写为IRAS）制定了透明的税收规则，规定REITs只要遵守90%的分红比例要求，就可以只面向投资者征税，对REITs免征所得税，从而避免重复征税的问题。

2002年，在新加坡金融管理局的主导下，凯德集团成功发行了新加坡第一只房地产信托基金——凯德商用新加坡信托。2004年，凯德集团

与领展房地产投资信托基金（前称为领汇房地产投资信托基金）签订协议，为后者提供5年的专业咨询服务，随后领展REIT成为中国境内首只在中国香港上市的REITs。2007年，为实现集团在中国境内的持续发展，凯德集团发行了新加坡第一只完全以中国境内商业地产为基础资产的REIT——凯德商用中国信托。此后，为拓展全球业务，凯德集团又通过主动发行以及收购兼并，陆续持有了8只REITs与商业信托。

产品

凯德集团为凯德商用中国信托的发起人。受托人为汇丰银行国际信托服务（新加坡）有限公司[HSBC Institutional Trust Services（Singapore）Limited]，代表出资人实际持有凯德商用中国信托的所有资产，包括所有物业控股项目公司的股份，相应地获得委托费用。基金管理人凯德商用中国信托管理有限公司（Capital Retail China Trust Management Limited）负责凯德商用中国信托的管理，包括投融资、收购和处置资产的决策，收取管理费。项目公司为巴巴多斯、中国香港和新加坡的凯德子公司，通过为中国的项目公司注入资金，间接持有物业资产，获得股利和利息收入。此外，物业管理人——中外合资企业凯德华联商业管理咨询（深圳）有限公司、外商独资企业凯德商用房产管理咨询（上海）有限公司，负责这些物业营销计划的制订、实际租赁的谈判与首付款等所有运营管理，并从项目公司获得管理报酬。图例10.1是凯德中国商用信托的交易结构。



图例**10.1** 凯德商用中国信托的交易结构

凯德商用中国信托的基金管理人和物业管理人都是凯德集团的子公司。因此，凯德集团通过持有REITs获得商业物业部分权益，享有租金和升值收益，与此同时，还可以通过提供基金管理服务和物业管理服务收取费用。通过REITs平台，凯德集团可以不断将成熟商业项目注入凯德商用中国信托，减少商业项目中的资金沉淀，充分提高资金使用效率。此外，上述结构具有“两级特殊目的载体＋跨境”的特点，即在中国境内设立中外合资或外商独资公司，在中国境外巴巴多斯、新加坡和中国香港设立项目公司，由中国境外项目公司控制境内公司股权，凯德商用中国信托则通过收购项目公司股权实现上市，此双层结构虽然复杂，且税务负担相对较重，但被证明是一条可行的境外上市之路。

凯德商用中国信托是第一只在新加坡上市并专注于中国境内零售物业的不动产投资信托基金，2006年在新加坡交易所上市，最初的资产组合由位于内蒙古、郑州、北京、上海和安徽的7个商场组成，目前已扩展到13个购物中心，位于北京、上海、广州、郑州、哈尔滨、成都、武汉、内蒙古和长沙等9个一、二线城市的繁华地带，可出租面积总计86.2万平方米。凯德商用中国信托的定位为当地的一站式家庭购物、餐饮和娱乐场所。截至2019年6月30日，凯德商用中国信托的资产总规模为31亿新元，相比上市时的规模增长了4倍，总市值超过185亿元，2018年的平均出租率为96.7%，吸引超过9　100万的客流量。凯德商用

中国信托物业组合的基本信息见表例10.1。

在物业管理上，凯德商用中国信托注重商场空间的综合高效利用，通常会重新规划出租空间，增大可出租面积，将更多闲置或辅助性区域转为可经营出租的空间，从而提高租金收入，显著提升物业的资产价值。此外，凯德物业还通过翻新商场或店铺，维持并增强对租户以及购物者的吸引力。

依托总部凯德集团，凯德商用中国信托优先获得凯德集团旗下众多基金的不动产物业的购买权。一般的运作过程是：通过发起私募基金，获得房地产开发阶段的资金，支持项目的孵化和改造等，待项目成熟后置入凯德商用中国信托，然后获得公募资金的支持。这样，凯德商用中国信托就成为前期私募投资的一个退出通道，形成了一条完整的投资和退出闭环链条。在这一过程完成后，凯德集团不仅可以从资产的溢价中获得丰厚回报，更重要的是，双重资金通道还有助于减少项目沉淀资金，实现资本的高流动性，有效缓解重资产运营模式下的现金压力和融资压力。以凯德商用中国信托及两只配套私募基金为例，2006年凯德商用中国信托上市时，同时设立了募资额约39.42亿元的凯德商用中国发展基金（CRCDF）和募资额约27.9亿元的凯德商用中国收入基金（CRCIF）。凯德商用中国发展基金和凯德商用中国收入基金，为凯德商用中国信托的储备基金，前者向凯德商用中国信托输送相对成熟的项目，后者主要孵化早期项目，孵化完成后再出售给凯德商用中国信托，完成退出。例如，2006年5月，凯德商用中国收入基金出资13.2亿元购入西直门购物中心一期，又投资约1.5亿元进行重整改建，并于2007年9月投入使用。2006年10月，凯德商用中国信托发布公告，称将斥资3.36亿新元（约合人民币17亿元）收购该物业，净资产溢价15.65%。2019年3月，凯德集团将位于哈尔滨和长沙的3个项目售予凯德商用中国信托，从而使凯德商用中国信托物业组合具有长期发展潜力。

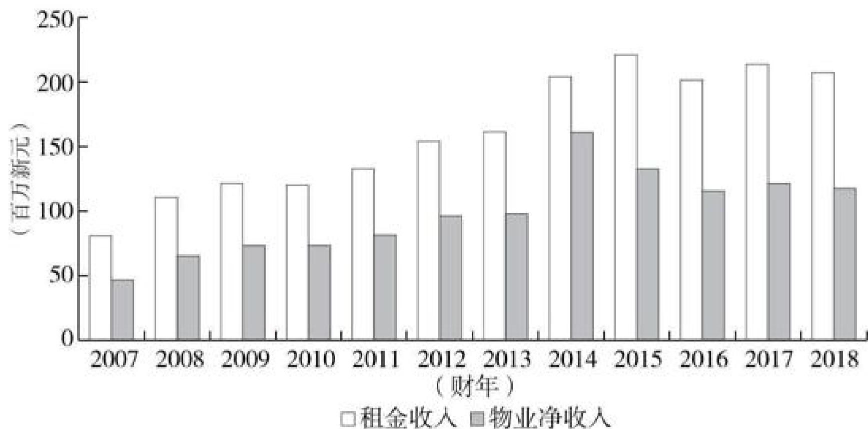
表例**10.1** 凯德商用中国信托物业组合的基本信息

		市值（百万元）	出租率（%）	人流辐射（万人）	可出租面积（平方米）	租户数量（家）	并购时间（年）	到期时间（年）
广州	凯德乐峰广场	3 400	98. 40	80	83 591	179	2018	2045
北京	凯德 Mall・西直门	3 293	99. 90	100	83. 075	271	2008	2044/2054
	凯德 Mall・望京	2 543	99. 40	75	68 010	251	2006	2043/2053
	凯德 Mall・大峡谷	2 095	97. 55	80	69 967	165	2013	2044/2054
	凯德 Mall・双井	590	100	—	49 463	107	2006	2042
上海	凯德七宝广场	470	95. 30	40	72 729	174	2006	2043
成都	凯德广场新南	1 555	99. 50	70	53 619	245	2016	2047
呼和浩特	凯德 Mall・赛罕	460	100	70	41 938	200	2006	2041
郑州	凯德广场二七	645	100	—	92 356	—	2006	2042
武汉	凯德新民众乐园	515	70. 30	50	37 472	105	2011	2044/2045
哈尔滨	凯德广场学府	1 745	99. 80	75	104 294	419	2019	2045
	凯德广场埃德蒙顿	469	98. 60	40	43 394	189	2019	2042
长沙	凯德广场雨花亭	746	98. 10	70	62 080	221	2019	2044

资料来源：凯德集团官网。

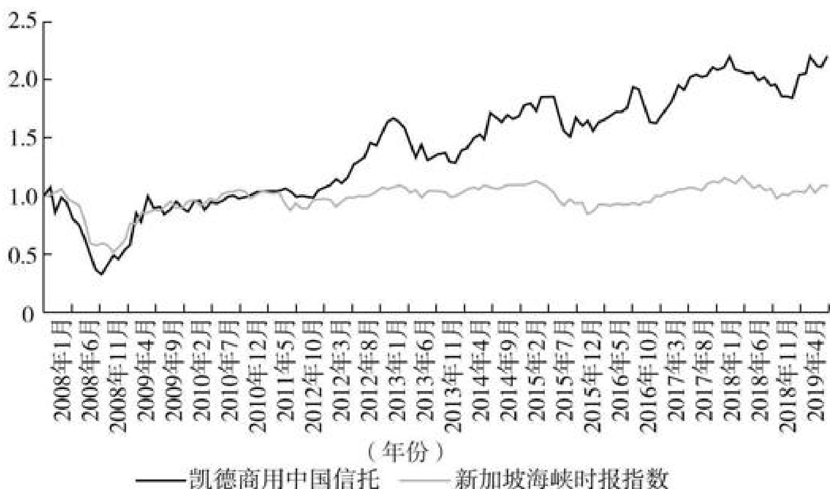
为保持REITs资产包内物业的运营活力，凯德集团通过“边买边卖”的方式置换旗下资产。自2001年开始，凯德集团陆续剥离了几百项资产，其中不乏像来福士（Raffles Holdings）这样的优质资产。同时凯德集团提出“五大核心城市群”建设方针，大量退出中国的三、四线城市，在北京、上海、广州、成都、武汉加大投入。例如，2018年年初，其以83.65亿元出售中国20家购物中心100%的股权及相应负债，退出安阳、茂名、德阳等14个单一项目布局的非核心城市，2018年11月，拍下广州市黄埔区广州科学城核心区的商业商务用地。时隔一天，又以127.9亿元收购上海虹口星港国际中心项目，预计项目投资总额约200亿元，计划打造为上海第三座来福士。

图例10.2显示了凯德商用中国信托近20年的租金收入与物业净利润。2007—2014年，凯德商用中国信托的租金收入与物业净利润稳步增长，2014年之后租金收入平稳，物业净利润有所下降。2018年凯德商用中国信托的租金收入为2.07亿新元，物业净利润为1.1亿新元。2007—2018年，总体来看，凯德商用中国信托的物业净利润增幅较大，年均增长率为11%。



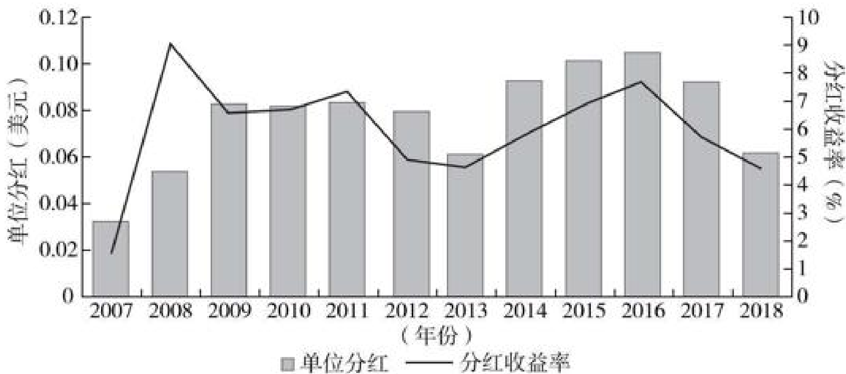
图例10.2 凯德商用中国信托的租金收入与物业净利润

凯德商用中国信托累计收益率与新加坡海峡时报指数累计收益率如图例10.3所示。凯德商用中国信托的单位分红与年分红收益率如图例10.4所示。由于2008年年初新加坡海峡时报指数有一次计算方法的调整，为保持可比性，我们从2008年1月开始展示市场情况。自2008年1月至2019年6月，凯德商用中国信托的收益率达119%，平均年复合收益率为7.8%，市场表现显著优于新加坡海峡时报指数。2007—2018年，凯德商用中国信托的年度单位分红呈现一定波动，平均单位分红0.077新元。在此期间，凯德商用中国信托的年均分红收益率为5.94%，凯德商用中国信托在分红中也有不错的表现。



图例10.3凯德商用中国信托累计收益率与新加坡海峡时报指数累计收益率

资料来源：彭博。



图例**10.4** 凯德商用中国信托的单位分红与分红收益率

资料来源：彭博。

点评

新加坡凯德集团是亚洲房地产企业资产运营“由重转轻”的典范，其转型源自2002年首只REITs的成功发行，凯德跳出单一维度的房地产开发商角色，通过“PE基金＋REITs”双轮驱动，实现商用地产项目投资、开发和管理的良性运转。此外，凯德集团的典型模式还体现在自2001年起采取的“聚焦核心”战略，以实现开发业务的高回报与投资业务的稳定收益之间的平衡[1]，特别体现在布局中国、新加坡、澳大利亚等重点国家，聚焦综合体、商业项目，投资核心城市的潜力项目。凯德集团通过“聚焦核心”战略，以及“PE基金＋REITs”的资本战略，降低运营成本，提升利润空间，最终在竞争激烈的商业地产行业中长期领跑。

---

[1] 2001年凯德财报声明，https://investor.capitaland.com/misc/ar2001.pdf.

案例11

美国电塔公司——全球基础设施REITs的标杆

美国电塔公司是当前全球最大的REITs，市值超过1 000亿美元。该公司在2011年转型为基础设施REITs，主要持有和运营的资产是通信铁塔，其资产遍布美国、印度、巴西、墨西哥等16个国家。

背景

2017年，美国国家税务局将基础设施纳入REITs的可投资范围，基础设施REITs开启了在美国的发展之路。美国国家税务局认可的REITs可投资资产需要符合两个条件：其一，资产必须在本质上属于永久性构造物，各个组成部分之间无论在物理上还是在功能上都是相互依存、不可分割的；其二，资产只能是被动的运输或储存产品，并不涉及相关产品的生产或加工过程。截至目前，美国国家税务局认可的基础设施REITs可投资铁路、输变电装置、固定储气罐、天然气存储与输送线，以及微波收发系统等。

从全球经验来看，通信铁塔等电信基础设施的资源共享是行业的发展趋势。这类基础设施的投资、建设与运营属于资本密集型行业，持有资产需要庞大的资金支持。美国电信运营商早期自行建设和运营通信铁塔，但通信铁塔具有资金投入大、不可迁移、使用周期长等特点，租赁的费用远远低于自建自持，自2008年电信运营商斯普林特公司（Sprint Corp.）出售铁塔之后，2012—2014年，T-Mobile、美国电话电报公司（AT&T）以及威瑞森电信（Verizon）等巨头公司对其使用的铁塔相继采取了售后回租模式，这些公司将其拥有的铁塔卖给专职铁塔公司，获取大额资金，再付给铁塔公司租赁费用于承租铁塔，实现“不拥塔，只租塔”的轻资产运营模式。此后，美国电信运营商大范围开展了此种操作，最终完成美国境内的全面“去铁塔化”。

美国电塔公司创立于1995年，总部位于美国马萨诸塞州波士顿，拥

有、经营并开发无线通信和广播塔，为无线通信行业（包括个人通信服务、传呼以及移动电话）提供多租户塔上的天线站点租赁服务。2005年，美国电塔公司与Spectra Site通信合并后，成为北美最大的铁塔公司之一，目前其通信站点运营规模仅次于中国铁塔。2011年美国电塔公司对外宣布转型为REITs，于同年6月向美国证券交易委员会提交了美国电塔公司的招股说明书，以实施该公司向REITs转型的计划，并在次年成功转型，开始向股东支付定期股息。

产品

美国电塔公司是公司型REITs，是具有独立法人资格的经济实体，通过发行股票来募资，上市流通的REITs份额即为公司股票。在组织形式上，这类公司型REITs与股份有限公司相似，资产为股东所有，通常采取内部管理模式，由REITs的内部管理团队进行资产管理。在REITs结构下可以设立多个经营性有限合伙企业用于收购资产，在经营、份额划分等方面相互独立，互不干扰。

随着全球无线通信应用的发展，市场上对通信铁塔的需求激增，为美国电塔公司的发展提供了广阔的前景。美国电塔公司的业务主要包括三个方面：一是租赁塔架和屋顶天线系统上的空间给无线运营商及广播公司；二是提供室内通信所需要的分布式天线系统；三是提供站点获取、结构分析以及设备支持等与塔基站相关的服务。美国电塔公司的业务不仅包括通信铁塔的选址、建设、出租，还积极开拓网络发展及其他服务内容，包括Wi-Fi覆盖、网络优化、分布式天线系统、备用电源系统、项目管理咨询、融资和在线存储服务等，目前已形成一条集咨询、设计、建设和融资等于一体的完整产业链。

美国电塔公司持有的资产为铁塔和所在土地的经营权。铁塔上通常可容纳4~5个租户的通信装置，一些站址还配备了发电机，为租户提供备用电源。租户则负责建设、维护基站设备，并拥有相关设备的所有权和运营权。此外，站址所在的土地所有权部分为美国电塔公司所有，其余则通过租赁获得。目前，在美国电塔公司的站址土地中，超过72%具有长期经营权，即为美国电塔公司所拥有，或具有20年以上的租赁合约。

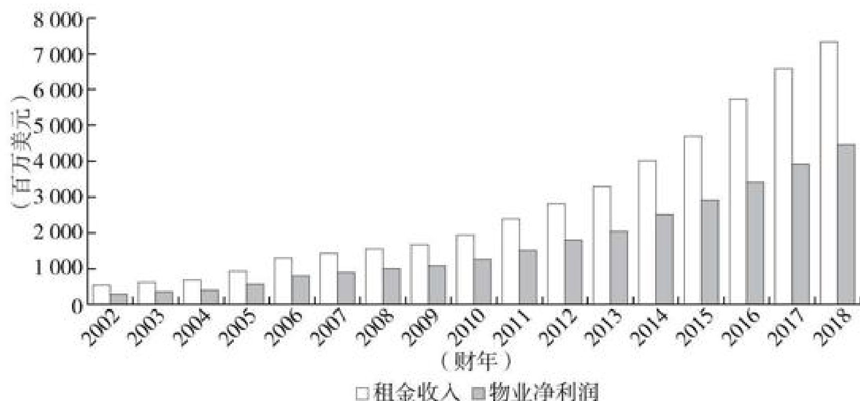
美国电塔公司的收入主要来自铁塔站的租赁费，通过签署长期合同确保租金收入的稳定性。合同一般包括一个5~10年的初始协议（多为

10年），以及相应的续签方案，通常不可撤销。此外，合同还会规定租赁费的年增长率，美国本土的年增长率为3%，其他国家则与当地通胀率保持一致。2009—2018年美国电塔不可撤销的租赁合同收入的年复合增长率为14.9%，美国电塔公司通过这种方式保证稳定且透明的可持续收入。美国电塔公司采取“三净租赁”收入模式，在租金里既包括租赁铁塔的租金，也包括各类税金、保险和维护费用，这种模式的优点在于有效增强了REITs对于经济波动风险的抵御能力，适合前期投资规模巨大、使用周期长、投资回报周期长的基础设施类资产。

美国电塔公司的成本主要分为投资的资本支出与运营成本。资本支出包括购入土地、新建通信网站、购买发电机组、扩容铁塔、并购资产、开拓市场等。运营成本则涵盖了土地租用费、照明系统与燃料费、固定资产税、管理费与保险费以及站点维护费等，以实现现有铁塔的正常使用。

美国电塔公司在转型为REITs之后，开启了国际化征程。2011年在南非和加纳收购并建造了近3 230座通信站，在巴西、智利、哥伦比亚、印度、墨西哥等地收购并建造了6 770座通信站，2013年收购全球电塔合作伙伴（Global Tower Partner），获得在哥斯达黎加和巴拿马的运营权，2016年通过收购阿根廷多个城市的电信资产，将业务扩展到阿根廷，2018年通过与创想公司（Idea Cellular）等印度分公司交易，在印度增加了近2万个通信站。截至2019年3月31日，美国电塔公司在16个国家拥有17万个通信站点（其中美国有4.07万个站点，印度有7.55万个站点，巴西有1.90万个站点，墨西哥有0.93万个站点，秘鲁、智利、哥伦比亚共有0.73万个站点），以及大约1 700个分布式天线系统网络，主要用于室内（商场、赌场和竞技场）通信。美国电塔公司将美国、尼日利亚、哥斯达黎加、墨西哥、德国以及法国的大部分铁塔业务以及室内分布式天线系统网络业务和服务业务加入了REITs。

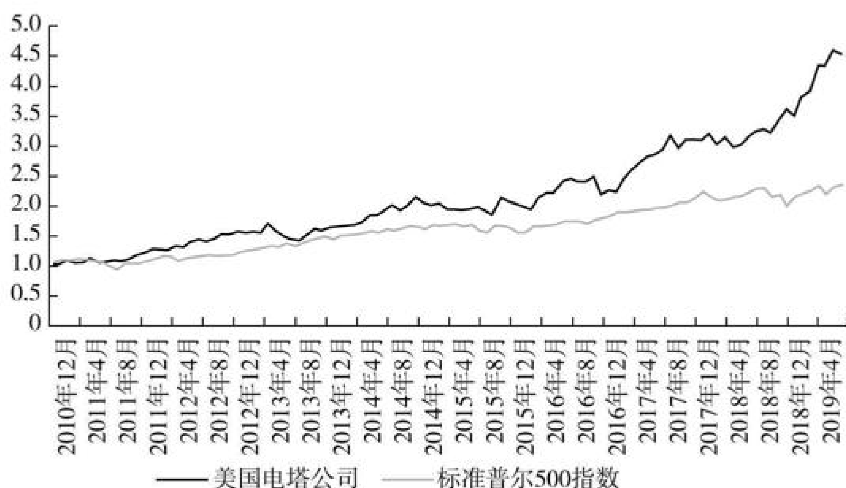
美国电塔公司总收入中，租金占比达到97%以上，是收入的主要来源。图例11.1是美国电塔公司的租金收入与物业净利润。2018年美国电塔公司的租金收入达73亿美元，2002—2018年，美国电塔公司的租金收入平稳增长，年均增长率为18%。2018年，美国电塔公司的物业净利润为44.5亿美元，2002—2018年，物业净利润的年均增长率为19%。历史业绩表明，美国电塔公司的盈利能力具有可持续性，现金流充沛。美国电塔公司主要通过债务融资进行通信站址的建设和收购，公司的资产负债率保持在70%以上，2018年为75.4%。



图例**11.1** 美国电塔公司的租金收入与物业净利润

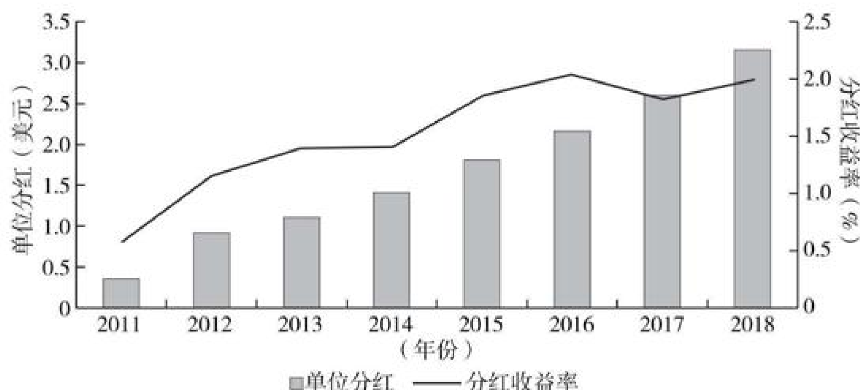
资料来源：彭博。

美国电塔公司累计收益率与标准普尔500累计收益率如图例11.2所示。美国电塔公司年度单位分红与分红收益率如图例11.3所示。2011年1月至2019年6月，美国电塔公司总收益率达355%，平均年复合收益率为19%，市场表现显著优于标准普尔500指数。自2011年以来，美国电塔公司每基金单位分派增速平稳，2018年单位分红为3.15美元，2011—2018年年均增长率超过23%。在此期间，美国电塔公司的年均分红收益率为1.67%，美国电塔公司给予投资者的回报主要体现在股价的增值上。



图例**11.2** 美国电塔公司累计收益率与标准普尔**500**指数累计收益率

资料来源：彭博。



图例11.3 美国电塔公司年度单位分红与分红收益率

资料来源：彭博。

点评

美国电塔公司是重资产的持有平台，大规模、长期限的低成本融资是其商业模式可持续的必要条件。美国电塔公司转型为REITs后，为符合REITs规定的标准，公司始终保持着极高的股利支付率。由于REITs分红的抵税效应，公司自2012年以来的连续经营收入有效税率始终大幅低于联邦法定税率。美国电塔公司高比例分红、高流动性的优质特性，吸引了大量机构投资者。美国电塔公司的股权非常分散，最大持股比例不超过15%，股东多为全球知名的机构投资者，例如，先锋（Vanguard）、贝莱德（BlackRock）、威灵顿（Wellington）、富达（Fidelity）等。投资者对基础设施REITs的投资偏好使美国电塔公司能够以较低的融资成本募集资金，用于站址收购、新站建设，以及国际化扩张。

案例12

IndiGrid——印度基础设施REITs

印度电网基础设施投资信托基金（IndiGrid InvIT，后简称IndiGrid）是印度基础设施REITs市场中已上市的三只产品之一。IndiGrid采用契约型REITs模式，于2016年年底上市，基础资产是超高压架空输电线路与变电站等电力传输设备。

背景

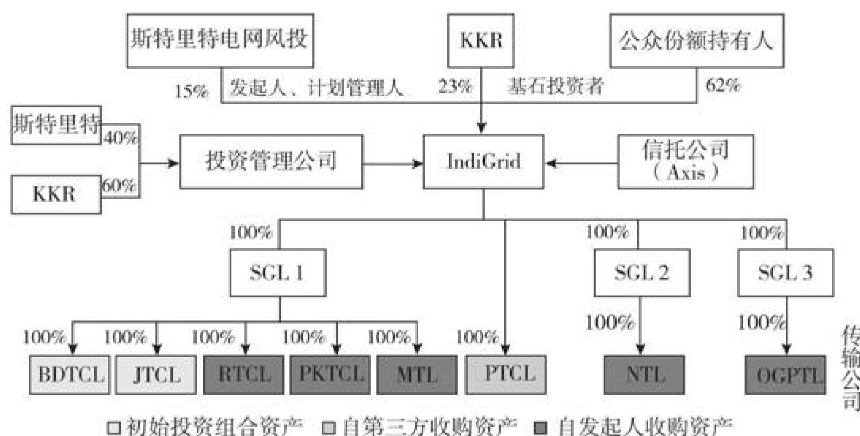
印度是全球第三大电力生产国和第四大消费国，为满足不断增长的用电需求，印度电力基础设施市场的投资与建设增长十分强劲。根据印度电力部的数据，截至2018年年底，印度全国发电总装机容量为344GW。据国际能源机构预测，印度电力消费或在未来十年翻倍，上千亿美元的电力投资才能满足印度居民的基本用电需求。

莫迪政府竞选中曾经做出“2024年前向基础设施领域投资100万亿卢比”的承诺。由于国家财政实力有限，上任之初，激发私营部门的投资动力成为莫迪政府基建计划的优选政策目标。为鼓励私营部门参与印度的基础设施投资建设，印度证券交易委员会（SEBI）在2014年9月发布了两条守则——《房地产投资信托守则》和《基础设施投资信托守则》，允许开展房地产投资信托基金（REITs）及基础设施投资信托基金（InvITs）业务，旨在推动住房、零售、写字楼、基建等不动产领域的证券化，盘活存量以获得建设资金。截至2018年8月31日，尚无REITs项目落地，有三个InvITs项目成功发行上市，IndiGrid便是其中之一。

产品

IndiGrid由印度领先的私营输电公司斯特里特电网风险投资有限公司（Sterlite Power Grid Ventures Limited，简称斯特里特电网风投）发起，旨在投资经营性输电资产。截至2019年9月30日，IndiGrid市值达349亿卢比，2019财年单位分红为6卢比，资产负债率降至50%以下。

IndiGrid采用契约型REITs模式，以信托为法律载体，其交易结构如图例12.1所示。IndiGrid的投资管理人为印度斯特里特投资管理有限公司（Sterlite Investment Managers Limted），是发起人的全资子公司，负责IndiGrid的经营管理和重大决策，包括分红政策、资产重组等。受托人为Asix Trustee。IndiGrid下设立6个项目公司，分别是Bhopal Dhule传输公司（BDTCL）、Jabalpur传输有限公司（JTCL）、Purulia and Kharagpur传输公司（PKTCL）、Maheshwaram传输有限公司（MTCL）、Patran传输公司（PTCL）、RTCL。目前IndiGrid总股本为2.84亿股，发起人为最大股东，持股20.72%，其余由机构投资者和公众投资者持有。



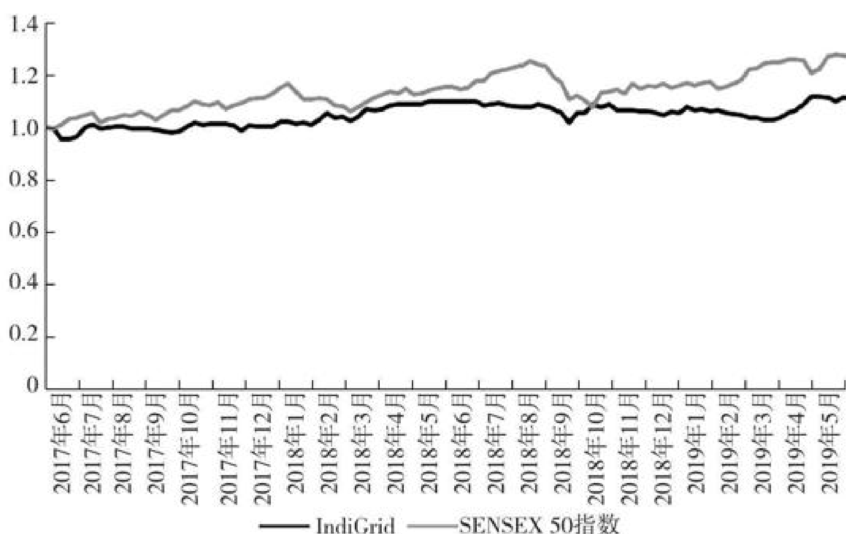
图例12.1 IndiGrid的交易结构

根据《印度证券交易委员会（基础设施投资信托）条例》，发起人的净资产或净有形资产不应低于10亿卢比，在基础设施建设或相应基金管理方面有5年以上经验。发起人若为开发商，还应满足不少于2个项目的开发经历。还规定累计项目规模不少于50亿卢比，发行规模不少于25亿卢比，此外，InvITs应将总额的80%以上投向已建成并产生收益的基础设施项目。在结构上，InvITs可以直接投资各项目，也可以通过项目公司投资，但InvITs持有的项目公司股权不应少于50%。资产净值的杠杆率上限为49%，项目公司层面或InvITs层面需将90%的收益分配给投资者。最后，发行人在InvITs上市3年内不能退出，投资者有权要求更换基金或项目管理人、托管人或要求退市。

IndiGrid的初始基础资产是横跨印度4个邦的2个电力传输项目的资产，包括8条总长1 936千米的超高压架空输电线路和2座容量为6 000兆

伏安（MVA）的变电站，资产评估值为374亿卢比。其初始基础资产均有自商业运营起始日起为期35年的传输服务协议，剩余经营年限约33年，到期后IndiGrid有续期权。另外，根据与发起人的优先购买权协议，IndiGrid还有8个邦际电力传输项目的优先购买权。IndiGrid上市后，采取了积极的并购扩张策略，除了向发起人收购3处资产外，还于2018年9月完成了一项对第三方的资产收购。收购后，该信托基金的资产规模达到542亿卢比，比上市初期增长了45%。目前，IndiGrid管理着一个由8个输电资产组成的投资组合，其总网络由18条输电线路组成，跨越印度11个州，总长超过4 900千米。IndiGrid的收购资金主要以债务方式筹集，如发行债券，收购后信托基金的净负债率达到47%，比上市初期增加了25个百分点。

自设立基础设施REITs以来，IndiGrid主营业务收入保持持续增长。2019财年，IndiGrid的主营业务收入为66.4亿卢比，约合6.5亿元。IndiGrid的平均物业净利润率为60%，2018年年底的分红收益率为13.9%。图例12.2是IndiGrid累计收益率和孟买SENSEX指数累计收益率的比较。上市以来，IndiGrid的表现弱于孟买SENSEX指数。



图例12.2 **IndiGrid**累计收益率和孟买**SENSEX**指数累计收益率的比较

资料来源：彭博。

点评

当前，印度的REITs和InvITs设计机制在全球是较为独特的，尚无其他国家推出同时推动房地产和基础设施资产证券化机制。REITs和InvITs将有助于房地产和基础设施的融资、开发和管理，从而促进经济增长和生产力的提升。IndiGrid为印度首只电力公募InvITs，初始资产为STL公司旗下两个电网资产，期限设定为35年，共发行约2.25亿股。STL公司于2000年成立，是印度领先的电力输送公司，截至2017年年底，共拥有21个（印度12个）电网基础设施项目，在私人电力运输领域占有近30%的市场份额。通过发行InvITs，两家原始权益人公司的债务状况均得到明显改善，资产负债率有效降低，公司评级获得提升，从而增强了再融资能力。

后记

“光华思想力”REITs课题笔记

2017—2019年，由北京大学光华管理学院的学者、研究人员以及国内外政策和实务界专家等组成的北大光华REITs课题组，在“光华思想力”平台的支持下，相继推出了《中国REITs白皮书》系列研究报告，全面深入地论述了中国REITs市场建设的意义、制度设计与实现路径等重要问题，受到广泛、高度的认可。受此鼓舞，本书作者进一步夯实研究基础，拓展研究视野，搭建了完整的逻辑框架，探究以中国REITs市场建设为核心的不动产投融资体制改革问题，最终呈现给读者这本凝结了大量心血的著作。

回望著书历程，距离北大光华REITs课题组成员首次提出“中国REITs市场发展与建设”这一重大命题，已过五载。2015年盛夏，在北大光华金融系教员的一次日常研讨中，中国蓬勃发展的资产证券化实践成为一个主要议题，在场的几位学者分享了他们的观察与分析。刘俏教授提到，刚刚推出的鹏华前海万科REIT是中国境内首个公募REITs产品，是一次重要突破。与会学者深以为然，决定一同前往深圳进行实地调研。在深圳前海的所见所闻激发了调研者的研究兴趣。自此，光华管理学院的学者们开始与业内人士进行频繁交流，搜集大量一手资料，并以严谨的学术态度对相关问题进行深入思考。这是北大光华REITs课题组的缘起。

2017年春节过后，北大光华的“光华思想力”平台问世，旨在应用国际通行的研究工具和方法，围绕中国经济和商业实践，做具有国际水准的中国学问，为中国的经济改革提供研究基础。2017年3月至4月，刘俏教授、张峥教授与中联基金的周芊、何亮宇及其团队多次就REITs主题进行深度交流，成果丰硕。2017年5月，刘俏教授、张峥教授到访中国证监会，与时任公司债券监管部主任蔡建春博士等专家讨论公募REITs试点，并就联合推动REITs学术与政策研究达成共识，决定组建REITs课题组。

2017年5月，北大光华REITs课题组正式成立，以中国REITs市场创新为研究主题，致力于为中国金融改革提供研究基础与政策支撑。由于前期积累深厚，研究储备充足，一个半月后，课题组就推出了第一篇报告《中国公募REITs发展白皮书》。此后，课题组以平均每两个月一篇的速度发布研究报告，迄今已成稿11篇，对REITs制度、市场运行，特别是中国REITs市场建设的现状、问题与创新路径进行了全面论述。报告最先通过北大光华的新媒体平台发布，受到广大读者的好评，其后上百家传统媒体与新媒体竞相转发，产生了巨大的影响力。

有感于市场对REITs研究成果的强烈反应，课题组讨论后认为，有必要打造一个REITs研究与交流平台，以便系统、深入、持续地推进相关领域的研究。2018年4月，北大光华中国REITs研究中心成立。2018年6月，中国REITs论坛成立大会暨论坛首届年会在光华管理学院隆重召开。2019年6月，中国REITs论坛2019年年会召开，两次年会均取得成功。中国、美国、新加坡、日本等国的不动产与金融领域政策界人士、经济学家、商业领袖齐聚论坛现场，围绕中国REITs碰撞思想，探讨了推动公募REITs市场发展的现实意义、市场展望，以及实现公募REITs落地的具体建议。

借助这两个平台，课题组开展了一系列的交流、调研、访问等活动，为研究积累数据资料，为研究成果的打磨与提升汲取养分，同时也极大增进了REITs行业中各界人士的相互了解与互动。2018年至今，课题组与香港证券交易所、新加坡证券交易所、东京证券交易所、世界银行、全美房地产投资信托协会、澳大利亚不动产委员会、亚太房地产协会（APREA）等机构定期交换信息与研究成果，建立了深度合作关系。2018年8月，全国政协委员肖钢一行到北大光华调研，就中国REITs制度的推出路径等问题与课题组进行了深入的交流。2018年11月，课题组举办闭门研讨会，中国证监会的蔡建春博士，北大光华管理学院的刘俏教授、张峥教授，中联基金的周芊等40余位专家学者针对REITs与国民经济周期的关系、REITs对经济发展的作用、REITs深层运作机制等问题进行热烈讨论。2019年3月和4月，课题组参与了国家发展改革委投资司和中国证监会债券部组织的基础设施REITs联合调研小组，在京津冀、长江三角洲区域、粤港澳、海南等地区进行了大量调研。2019年下半年，课题组在国务院参事、北大光华管理学院特聘教授徐宪平教授的组织和带领下，先后赴湖南、上海调研，了解当地投融资现状以及基础设施建设情况。

中国REITs市场基础设施建设的第一性问题是形成房地产市场、基础设施投融资市场定价的锚，发挥市场的价格发现功能，引导资源有效配置。这是课题组的一个核心观点。2019年5月，课题组、中联基金和戴德梁行共同设立指数开发项目，着力开发基于不动产市场和不动产金融市场的系列指数，为中国REITs市场提供科学合理的基准指数和估值框架。第一篇指数报告——《中国REITs指数之商业不动产资本化率调查研究》于2019年6月底发布，得到市场的高度认可。

缺乏专业人才是中国REITs市场发展面临的一个重要挑战。在课题组的提议与策划下，2018年11月，北大光华管理学院推出“中国REITs先锋项目”，通过课堂讲习、实地考察、对话交流、全球课堂等多种方式，全方位、多维度深度解析REITs，迄今已培养80多位以推动中国REITs市场健康发展为己任的专业人士。课题组与项目学员一起考察越秀、勒泰、新建元、沪杭甬、砂之船等企业，深度调研新加坡、日本等成熟REITs市场，并以此为基础研究了多个REITs案例。

因学术而思想，因思想而光华。通过研究创造知识，推动中国REITs市场发展，推动中国金融改革，是北大光华REITs课题组的使命。2019年岁末，盘点课题组3年的研究成果，有11篇研究报告、多篇政策简报、6个国内外经典案例，以及《中国REITs市场建设》的书稿。作为第一期“光华思想力”项目，课题组提交了一份合格的答卷。

中国公募REITs市场呼之欲出，吹响了新一轮研究的号角！

参考文献

[1]贝恩公司，招商银行.2019中国私人财富报告[R].2019.

[2]郭草敏，何雨晨.全球REITs发展与现状[J].银行家，2017（01）:73-76.

[3]刘运宏，赵磊.REITs运行模式研究:国际经验与制度选择[J].首都师范大学学报（社会科学版）,2010（05）:45-50.

[4]麦肯锡全球研究院.债务与去杠杆化[R].2015.

[5]瑞信财富研究院.2018全球财富报告[R].2018.

[6]世邦魏理仕.2017年二季度中国商业地产投资市场回顾与展望[R].2017.

[7]兴业证券研究所.房屋租赁系列报告一：美日历史，中国未来！[R].2017.

[8]中国房地产业协会，戴德梁行.2018年亚洲房地产投资信托基金研究报告[R].2018

[9]中国光大银行，波士顿咨询公司.中国资产管理市场2015[R].2016.

[10]仲量联行.全球房地产市场透明度指数[R].2016.

[11]Ambrose B，Linneman P.REIT organizational structure and operating characteristics [J].Journal of Real Estate Research，2001，21（3）：141-162.

[12]Amihud Y.Illiquidity and stock returns：cross-section and time-series effects[J].Journal of financial markets，2002，5（1）：31-56.

[13]Anari A.House Prices and Inflation[J].Real Estate Economics，2010，30（1）:67-84.

[14]Barkham R，Ward C.Investor sentiment and noise traders：

Discount to net asset value in listed property companies in the UK[J].Journal of Real Estate Research，1999，18（2）：291-312.

[15]Biasin M，Giacomini E，Grazia Quaranta A.Public REITs' governance and regulatory structure：effects on NAV discount：Evidence from the Italian market[J].Journal of European Real Estate Research，2010，3（3）：161-181.

[16]Blau B M，Whitby R J.Speculative Trading in REITs[J]. Journal of Financial Research，2014，37（1）：55-74.

[17]Brauers M，Thomas M，Zietz J.Are there rational bubbles in REITs? New evidence from a complex systems approach[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics，2014，49（2）：165-184.

[18]Brinson G P，Singer B D，Beebower G L .Determinants of Portfolio Performance II：An Update[J].Financial Analysts Journal，1991，47（3）:40-48.

[19]Brounen D，de Koning S.50 years of real estate investment trusts：an international examination of the rise and performance of REITs[J]. Journal of Real Estate Literature，2013，20（2）：197-223.

[20]Brounen D，Ling D C，Prado M P.Short Sales and Fundamental Value：Explaining the REIT Premium to NAV[J].Real Estate Economics，2013，41（3）:481–516.

[21]Cannon S E，Cole R A.Changes in REIT Liquidity 1988—2007：Evidence from Daily Data[J].Journal of Real Estate Finance & Economics，2011，43（1-2）:258-280.

[22]Cannon S，Vogt S.REITs and their management：an analysis of organizational structure，performance and management compensation[J]. Journal of Real Estate Research，1995，10（3）：297-317.

[23]Capozza D R，Seguin P J.Debt，agency，and management contracts in REITs：the external advisor puzzle[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics，2000，20（2）：91-116.

[24]Clayton J，MacKinnon G.Departures from NAV in REIT pricing：The private real estate cycle，the value of liquidity and investor sentiment[J].Real Estate Research Institute，Working Paper，2002.

[25]Clayton J，MacKinnon G.The time-varying nature of the link between REIT，real estate and financial asset returns[J].Journal of Real Estate Portfolio Management，2001，7（1）：43-54.

[26]Doeswijk R，Lam T，Swinkels L.The global multi-asset market portfolio，1959—2012[J].Financial Analysts Journal，2014，70（2）：26-41.

[27]Durrett A O.The Real Estate Investment Trust：A New Medium for Investors[J].Wm.& Mary L.Rev.，1961，3：140.

[28]Editors.2018 Institutional Real Estate Allocations Monitor，survey highlights[R].Cornell Real Estate Review，2019，17：50-55.

[29]European Public Real Estate Association.Global REIT Survey 2019[R].2019.

[30]Fama E F，Schwert G W.Asset returns and inflation[J].Journal of financial economics，1977，5（2）：115-146.

[31]Fang H，Lee Y H.Are the global REIT markets efficient by a new approach?[J].Panoeconomicus，2013，60（6）：743-757.

[32]Geltner D，Kluger B.REIT-Based Pure-Play Portfolios：The Case of Property Types[J].Real Estate Economics，1998，26（4）：581-612.

[33]Giliberto M.Equity REITS and portfolio diversification[J].Journal of Real Estate Research，1990，5：259-64.

[34]Glaeser E，Huang W，Ma Y，et al.A real estate boom with Chinese characteristics[J].Journal of Economic Perspectives，2017，31（1）：93-116.

[35]Graff R.Economic analysis suggests that REIT investment characteristics are not as advertised[J].Journal of Real Estate Portfolio Management，2001，7（2）：99-124.

[36]Hall J T.REITS：The First Decade[J].Mequon，Wiscon-sin，1974.

[37]Henry S，Adam F and Rajiv S.Internal vs.external management structure[R].EY Global Real Estate，2017.

[38]Hoesli M，Oikarinen E.Are REITs real estate? Evidence from international sector level data[J].Journal of International Money and Finance，2012，31（7）：1823-1850.

[39]Ibbotson R G，Kaplan P D .Does Asset Allocation Policy Explain 40，90，or 100 Percent of Performance?[J].Financial Analysts Journal，2000，56（1）:26-33.

[40]Jirasakuldech B，Campbell R D，Knight J R.Are there rational speculative bubbles in REITs?[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics，2006，32（2）：105-127.

[41]Jirasakuldech B，Knight J R.Efficiency in the Market of REITs：Further Evidence.[J].Journal of Real Estate Portfolio Management，2005，11（2）.

[42]Jones S A，Moret L M，Storey J M.The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies[J].Del.J.Corp.L.，1988，13：421.

[43]Joseph O，Graeme N，Tien-Foo S.The growth of REIT markets in Asia[J].Journal of Real Estate Literature，2006，14（2）：203-222.

[44]Kim J，Lee S Y.A Study of Real Estate Trust in Korea[C]//Pacific Rim Real Estate Society Conference.2000.

[45]Kiplinger Magazine.1962.“Real Estate Investment Trusts.” Changing Times.January：27-30.

[46]Lee N J，Sing T F，Tran D H.REIT Share Price and NAV Deviations：Noise or Sentiment?[J].International Real Estate Review，2013，16（1）：28-47.

[47]Li J，Mooradian R，Yang S.The information content of the NCREIF index[J].Journal of Real Estate Research，2009，31（1）：93-116.

[48]Lou X，Shu T.Price Impact or Trading Volume：Why Is the Amihud（2002）Measure Priced?[J].The Review of Financial Studies，2017，30（12）：4481-4520.

[49]Louargand M A.The Global REIT Revolution[J].REAL ESTATE ISSUES-AMERICAN SOCIETY OF REAL ESTATE COUNSELORS，2007，32（1）：1.

[50]Morri G，Baccarin A.European REITs NAV discount：do investors believe in property appraisal?[J].Journal of Property Investment & Finance，2016，34（4）:347-374.

[51]Morri G，Benedetto P.Leverage and NAV discount：evidence from Italian real estate investment funds[J].Journal of European Real Estate Research，2009，2（1）：33-55.

[52]National Association of Real Estate Investment Trusts（NAREIT）. Historical REIT Industry Market Capitalization：1972—2017[OL]. 2018，available at：http://www.reit.com/DataAndResearch/US-REIT-Industry-MarketCap.aspx，accessed August 8，2018.

[53]National Association of Real Estate Investment Trusts（NAREIT）. Valuing REITs in 2017：Stock Price Premium/Discount to Net Asset Value.2017，available at：https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/valuing-reits-2017-stock-price-premium-discount-net-asset-value，accessed August 8，2019.

[54]Nneji O，Brooks C，Ward C.Commercial real estate and equity market bubbles：Are they contagious to REITs?[J].Urban Studies，2013，50（12）：2496-2516.

[55]Oikarinen E，Hoesli M，Serrano C.The long-run dynamics between direct and securitized real estate[J].Journal of Real Estate Research，2011，33（1）：73-103.

[56]Pagliari Jr J L，Scherer K A，Monopoli R T.Public versus private real estate equities：a more refined，long-term comparison[J]. Real Estate Economics，2005，33（1）：147-187.

[57]Patel K，Pereira R A M G，Zavodov K V.Mean-reversion in REITs discount to NAV & risk premium[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics，2009，39（3）：229.

[58]Pattitoni P，Petracci B，Spisni M.NAV discount in REITs：the role of expert assessors[J].Applied Economics Letters，2013，20（2）：194-198.

[59]Pavlov A D，Wachter S M.REITs and Underlying Real Estate Markets：Is There a Link?[J].U of Penn，Inst for Law & Econ Research Paper，2011（11-20）.

[60]Payne J E，Waters G A.Have equity REITs experienced periodically collapsing bubbles?[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics，2007，34（2）：207-224.

[61]Payne J E，Waters G A.REIT Markets：Periodically collapsing negative bubbles?[J].Applied Financial Economics Letters，2005，1（2）：65-69.

[62]Pellerin S，Sabol S，Walter J.mREITs and their risks[J].2013.

[63]Piketty T，Saez E，Zucman G.Distributional national accounts：methods and estimates for the United States[J].The Quarterly Journal of Economics，2017，133（2）：553-609.

[64]Piketty T，Yang L，Zucman G.Capital accumulation，private property and rising inequality in China，1978—2015[R].National Bureau of Economic Research，2017.

[65]PricewaterhouseCoopers（PwC）.India’s New Real Estate and Infrastructure trusts：The Way Forward[R].2018.

[66]S&P Global Rating.Credit trends：Demystifying China's Domestic Debt Market[R].2019.

[67]Serrano C，Hoesli M.Forecasting EREIT returns[J].Journal of Real Estate Portfolio Management，2007，13（4）：293-310.

[68]Shleifer A，Thaler R H.Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle[J].Journal of Finance，1991，46（1）:75-109.

[69]Tsatsaronis K，Zhu H.What drives housing price dynamics：cross-country evidence[J].BIS Quarterly Review，March，2004.

[70]Tufano P.Securities innovations：a historical and functional perspective[J].Journal of Applied Corporate Finance，1995，7（4）：90-104.

[71]Valachi D J.REITs：A historical perspective[J].Appraisal Journal，1977，45：440-445.

[72]Xie Z，Chen S W.Are there periodically collapsing bubbles in the REIT markets? New evidence from the US[J].Research in International Business & Finance，2015，33:17-31.

图书在版编目（**CIP**）数据

中国REITs市场建设 / 蔡建春等著. -- 北京：中信出版社，2020.6
ISBN 978-7-5217-1757-0
I. ①中… II. ①蔡… III. ①房地产投资 - 信托基金 - 研究 - 中国 IV. ①F832.49
中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第062289号

中国**REITs**市场建设
著者：蔡建春 等
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：375千字
版次：2020年6月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1757-0

版权所有·侵权必究



如何才能不输给这个时代

得到 26 万 + 学员专栏作者 _ 海尔 | 百度 | 中远集团战略顾问

罗振宇 吴晓波 侯毅 击掌力荐

中信出版集团

目录

前言

第一章 探寻新零售的本质

第1节 为什么会出现新零售

第2节 理解新零售前，先理解零售

第3节 什么是新零售

第二章 数据赋能：线上、线下都不能代表新零售

第1节 零售，从来没有“本质”的交易结构

第2节 信息流：高效性vs体验性

第3节 资金流：便携性vs可信性

第4节 物流：跨度性vs即得性

第5节 天猫小店：大数据助力线下零售

第三章 坪效革命：从“人”的角度理解新零售

第1节 销售漏斗公式

第2节 小米新零售，如何做到20倍坪效

第3节 盒马鲜生，被线下门店武装的生鲜电商

第四章 短路经济：环节越短，效率越高

第1节 商品供应链：人与货不必在商场相见

第2节 Costco：M2B成就零售“优等生”

第3节 名创优品：M2b让实体小店拥抱春天

第4节 闲鱼、瓜子二手车：C2C打开万亿二手市场

第5节 天猫小店：S2b赋能传统夫妻店

第6节 海尔、必要、红领：链条反向模式走高质低价路线

第五章 未来已来

第1节 变革时代的思维模式

第2节 新零售的未来

后记

前言

回顾2017年，有几大风口不容错过，AI（人工智能）、自动驾驶和后来居上的区块链，以及持续刷屏的新零售。

为什么要写这样一本书？其实原因很简单，因为我看到了零售业面临的一个个悖论。

过去几年，零售业受到很大挑战。零售巨头沃尔玛2016年在全球关闭269家门店，裁员1.6万人；仅2017年上半年，沃尔玛在中国关闭的门店数量就达16家之多。与之相对应的，则是人们很少逛实体超市了。我自己至少有一年多没有去过沃尔玛或家乐福这样的大型超市。

超市的日子不好过，商场同样惨淡。很多曾经火爆一时的百货商场，现在门可罗雀。服装专卖店的生意也并不好做。

而另一边，电子商务看似高歌猛进，导致很多做传统零售生意的人都非常痛恨电商，他们认为互联网公司在掏空实体经济。但事实是这样吗？

我们来看一组数据。当大家觉得零售越来越难做时，2017年全年社会消费品零售总额366　262亿元，比2016年增长10.2%；当鞋类品牌达芙妮觉得鞋子越来越难卖时，2017年鞋类消费总额比2016年上涨7.8%。这说明消费者并没有少买鞋子，反而买得更多了。

这是一个很有趣的悖论：很多传统零售企业觉得“末日降临”时，整个中国的消费品零售总额不但没有减少，反而在增加。为什么？

过去，我们说零售的本质就是要给顾客提供最好的商品，这是产品思维；要给客户提供极致的服务，这是用户思维。产品思维和用户思维本身没错，但今天传统零售企业沿用产品思维和用户思维的打法，却遇到很大问题，直接表现就是销售额减少，这说明了什么？

在这本书中，我会详细阐释到底是什么原因，造成这些令传统零售商们“苦恼”的悖论，以及到底什么是新零售。

产品思维和用户思维是不是零售的本质？事实上，产品思维和用户思维的“失灵”，说明当下零售业的变革并非产品思维和用户思维的创新，而是一个结构性变革。因为消费品零售总额在上升，一部分企业销售额下降，一定有另外一部分企业赚到更多的钱，为用户提供了更多的产品和服务。一部分零售企业因此遭受到前所未有的巨大挑战。

为什么零售业会面临结构性变革？其实每一次新技术、每一个效率工具、每一种新生产关系的出现，都会大规模地改变一些商业模式。从总的方向上来说，一定是向效率更高的商业模式发展。

举一个很容易理解的例子。在商业的底层逻辑中，有个概念叫定倍率。假如一件衣服生产出来的成本是100元，消费者花500～1 000元买到手，意味着这件衣服的价格翻了5～10倍于它的生产成本，5～10倍就是其定倍率。

很多人都知道化妆品和护肤品行业是“暴利”，这个行业定倍率达20～50倍，听起来相当惊人，但事实确实如此。这表明，传统零售和整个商业的供应链环节效率还不足够高。

电商对中国零售业的冲击要远大于美国，其原因就是中国零售业的效率更低下。当一部分企业受到挑战时，谁会做得更好？答案一定是效率更高的企业会做得更好，它们不但吃掉零售消费额的增量，同时也吃掉低效企业的存量。无论是小米、阿里巴巴，还是京东，其新零售都是用新科技之刀，砍向定倍率。

万事万物永远是向前发展的。零售的打法、方法论也在商业实战中被不断优化，一直前进，最终成为新零售。那么应该如何优化？

本书分享了三个研究逻辑，我称之为“人”“货”“场”。优化商品在人、货、场之间的有效传递方式，就是新零售。

第一个逻辑是“坪效革命”。坪效是每一平方米场地产生的营业额。简单地说，就是如何高效地为顾客提供最有价值的货品，如何提高转化率、客单价、复购率。

第二个逻辑是“数据赋能”。通过比较线上、线下孰优孰劣，研究如何利用线上、线下各自的优势来提升零售效率。

第三个逻辑是“短路经济”。定倍率过高，就是因为中间环节太多，在传统零售模式下，要经过总代理、一级代理、二级代理等，才能进入商场。在这种情况下，商场其实扮演的是“二房东”，环节过多、效率过低。短路经济，就是通过短路中间不必要的环节，从而提升效率。

新零售就是更高效率的零售。

2016年10月，马云和雷军都提出了“新零售”的概念，从那时起，我就开始构思这本书。我希望把自己对商业效率的理解融入新零售这一概念之下，搭建一个框架，更好地帮助所有研究零售、新零售和商业逻辑的人，帮助那些在时代急剧变革中，暂时找不到方向的焦虑的企业家，和他们一起理解这个时代的变化，找到自己转型和创新的方向。

第一章
探寻新零售的本质



到底什么是新零售？

零售有新旧之分吗？

真的有必要分吗？

“给消费者提供最好的产品和服务”，零售的这一本质，难道不是从未变过吗？

电商是新零售吗？

连马云都投资了银泰、大润发、欧尚，零售难道不是在喧嚣之后，开始回归本质了吗？

无人超市不是开始关门了吗？

无人货架不是开始倒闭了吗？

所以——

到底什么是新零售？

第1节
为什么会出现新零售

马云、雷军和刘强东的“不约而同”

2016年10月13日，在阿里巴巴云栖大会的开幕式上，阿里巴巴集团董事局主席马云提出了“新零售、新制造、新金融、新技术、新能源”的“五新”概念。他说：

> 今天电子商务发展起来了，纯电商的时代很快就会结束。未来的10年、20年没有电子商务这一说，只有新零售，也就是说，线上、线下和物流必须结合在一起，才能诞生真正的新零售。线下的企业必须走到线上去，线上的企业必须走到线下来，线上、线下和现代物流合在一起，才能真正创造出新零售。

一句“未来没有电子商务，只有新零售”，让“新零售”的概念正式诞生，并且疯狂传播。

但是要说马云率先提出“新零售”概念，小米科技董事长雷军是有一点儿不服的：其他四个新（新制造、新金融、新技术、新能源）我不和你抢，但是“新零售”这个概念是我先提出来的。雷军在接受央视财经频道采访时说：“我们市场部考证了一下，好像全国第一个讲新零售的人是我。我上午在一个地方讲，马云下午在另一个地方讲，我们在同一天讲的。”

在阿里巴巴云栖大会的同一天，雷军在中国（四川）电子商务发展峰会上，确实提到了新零售。他说，希望用互联网思维，做线上、线下融合的零售新业态，其本质是改善效率，释放老百姓的消费需求。他还提到，有望成为“世界一流零售集团”的小米之家，实际上从2015年起，就在实践“新零售”，并在2016年实现单店平均年销售额一亿元的业绩，坪效是国内零售业同行的20倍。

不管“新零售”这个概念到底谁先提出，如果它有生日的话，应该就是2016年10月13日。

很快，京东集团的创始人刘强东也迅速跟进，提出了“第四次零售革命”的概念。刘强东认为，零售业公认的革命有三次：百货商场、连锁商店和超级市场。现在我们经历的是第四次零售革命，它是建立在互联网电商的基础上，但又超越互联网的一次革命，将人类带入智能商业时代。刘强东把自己的新零售战略，称为“无界零售”。

三位商业大佬，不约而同地提出了新零售（或无界零售），一夜之间，整个商业界，尤其是互联网电商圈和传统零售圈，几乎人人都在谈新零售。

为什么会这样？因为一路高歌猛进、一度所向披靡的互联网电商，遇到了前所未有的挑战。

王健林和马云的“亿元赌局”

2012年“CCTV（中央电视台）中国年度经济人物”颁奖典礼上，马云和王健林同台领奖。在台上，王健林说：

> 中国电商，只有马云一家在盈利，而且占了95%以上的份额。他很厉害，但是我不认为电商出来，传统零售渠道就一定会死。

马云回应道：

> 我先告诉所有像王总这样的传统零售一个好消息，电商不可能完全取代零售行业。同时也有一个坏消息，它会基本取代你们。

王健林反击：

> 2022年，10年后的中国零售市场，如果电商在整个大零售市场份额占50%，我给他一个亿。如果没到，他给我一个亿。

谁也说服不了谁，那就只有两个办法：要么打架，要么打赌。首富们选择了“打赌”。王健林的最小计价单位是“亿”——小目标，那就定一个亿吧；打个赌，那就赌一个亿吧。

这就是轰动一时的“亿元赌局”。到底谁会赢，谁会输呢？

“亿元赌局”定下的时候，电商发展非常迅猛，它挟着互联网连接效率的优势，几乎席卷传统零售。“百货商场、连锁商店和超级市场”，前三次零售业革命带来的模式创新，在互联网面前节节败退，本来门庭若市的线下零售店门可罗雀。

几乎所有人都开始为王健林担心。

但是，到2015年左右，高歌猛进的互联网电商渐渐遇到一个严重的问题：电商用户的增速开始放缓。

在一二线城市，尤其是北上深杭的用户感知上，互联网电商似乎已经统治消费者的购买行为。但中国不仅限于北上深杭，不是只有年轻人和手机控。如果你冷静地研究数据就会发现，到今天为止，互联网电商销售额其实仅占中国社会消费品零售总额的15%左右，某些品类占比较高，也仅20%左右。

这个比率正在增长吗？还在增长，但增速已经明显放缓。也就是说，最容易接受电商的那批用户基本已经都上网了，剩下80%~90%的人，由于习惯、地域、年龄等原因，让他们上网买东西，可能就是一场持久战。

而同时，因为见识到互联网的巨大威力，大批卖家迅猛地从线下移到线上，开始依托交易电商（淘宝、天猫和京东等）、社交电商（微店、代购和微商等），以及内容电商（微信公众号、IP［知识产权］植入和直播电商等）销售商品。

用户数量增速放缓，电商数量却在迅猛增长。卖家比买家增长快，直接导致一个结果：互联网电商获得一个潜在客户的成本，即所谓的“流量成本”越来越高，在网上做生意越来越难，互联网的流量红利迅速消失。

原来互联网不是零售的万能药，至少不是速效药。原来让大多数人

上网买东西，是要靠一两代人的迭代才能实现的目标。更可怕的是，原来在网上买东西，并不必然意味着便宜。高歌猛进的互联网电商，遇到了重大危机。

这个危机的迹象，其实从2015年就开始显现。为了写这本书，我专门采访了雷军本人。他说："我们当时犯的最大错误之一，就是忽视了线下。"阿里巴巴、小米和京东，都已经开始遇到增长压力。怎么办？去哪里找新鲜、便宜的"流量"？

这时，依旧被传统零售占据着的80%~90%广大线下市场，自然而然就成为互联网电商的进军目标。

怎么进军？从互联网的云端向地面空投伞兵部队，带着最先进的装备，攻打传统零售的市场，这就是"新零售"。阿里巴巴、小米、京东，以及其他加入战局的公司，虽然战术各不相同，但战略概莫能外。

一场由互联网的流量危机引发的新零售变革，就这样开始了。

阿里巴巴大举投资传统零售业（欧尚、大润发等），正式提出S2b（supply to business，为小卖家提供一站式供应链服务）模式，并启动天猫小店计划，他们的新零售一号工程"盒马鲜生"一夜蹿红。

同时，曾经号称只做线上的雷军也开始大举进军线下实体店，20个月内，开了240家小米之家，并提出3年内开1 000家线下店的"小目标"。

京东紧紧跟随阿里巴巴的步伐。你提"新零售"，我就提"无界零售"；你开"天猫小店"，我就开"京东便利店"；你开"盒马鲜生"，我就开"7Fresh"（线下生鲜超市）。

在新零售的战场上，除阿里巴巴、小米和京东三支大军外，还涌现出无数举着新零售大旗的战斗力量，他们把自己叫作"无人超市""无人货架""快闪店"……新零售的战场，一夜之间，拥挤不堪。

回归线下，就一定是新零售吗？无人超市能扛起新零售的大旗吗？我们再次回到最初的问题：到底什么是新零售？

第2节
理解新零售前，先理解零售

到底什么是新零售？

要理解新零售，我们首先要认认真真地静下心来理解，到底什么是零售。

零售，连接“人”与“货”的“场”

零售是什么？

零售，是一系列商业模式的统称，是通过某种“交易结构”，让消费者和商品之间产生连接，把商品卖给消费者；反之亦然，让消费者找到商品。用阿里巴巴的话语体系来讲，零售其实就是把最终付钱的“人”（消费者）和“货”（商品）连接在一起的“场”。这个“场”，可能是场景，可能是物理位置，也可能是一个呼叫中心，还可能是你去拜访陌生客户的行为。

很多商业模式都可以算作零售，线下服装店、超市，甚至一个扛着磨刀器具在路上吆喝的磨刀人。保险公司的呼叫中心不断向客户推荐他们的产品，也是零售的一种形式。

零售是整个商品供应链的最后一站，它的左手是所有为商品增值的参与者，而它的右手是顾客，是消费者。零售，是一个连接器、一个场景，帮助消费者找到商品，也帮助商品找到消费者。

从这个角度来说，海尔和苏宁谁是零售商？显然，海尔生产、制造冰箱，苏宁把冰箱卖给消费者，苏宁的门店作为一个“场”，连接了消费者和海尔的冰箱，所以苏宁才是零售商。

始创于1837年的宝洁公司是世界上最大的日用消费品公司之一，其所经营的300多个品牌的产品畅销160多个国家和地区。宝洁强调自己

是“零售品牌公司”，那么它是一家做零售的公司吗？

其实并不是。宝洁的产品确实面对终端消费者，但它并不是一家零售企业。宝洁生产的产品，比如洗发水、洗衣液等洗化用品，都是通过超市这个“场”与消费者连接，并促成销售的。所以，真正做零售的，是那些卖场，而不是宝洁。宝洁生产、制造可以被零售的商品，但它自己不做零售。

零售的历史，非常悠久。

在“物物交换”时代，有人家里养羊，有人家里种水稻，有人想吃大米，有人想吃羊肉，于是产生了交换。怎么交换？把羊牵到对方家去吗？他可能除了换米，还想换棉花、换青菜，这样一来就会非常麻烦。于是，这些有易物需求的人约定具体的交易时间和地点，后来交易的地点慢慢固定化，成为集市。

集市——商业地产的雏形，其作用就是连接商品和需要商品的人，即连接“人”与“货”，我们称之为“场”。集市本来是一个约定，但后来越来越固定，逐渐演变为今天的“商业地产”。

商业地产的发展，带来了百货商场。百货商场也是一个把“人”与“货”连接在一起的“场”。你（人）去商场买西装，商场已经把西装（货）存在库房里，并留了几件在外面，搭建好货架、镜子、试衣间这样的环境（场）方便你试穿，你喜欢就买走。

后来，出现了连锁商店、超级市场，你去买酸奶、薯片，都是去一个把“人”与“货”连接在一起的“场”。

再后来，出现了电商。电商也一样，淘宝、天猫、小米商城、京东、有赞商城、直播电商、朋友圈代购、微商等，都是一个个“场”，卖家拿着“货”去连接“人”，或是买家网聚“人”，一起去找“货”。

零售的本质，是把“人”（消费者）和“货”（商品）连接在一起的“场”。（见图1—1）不管技术与商业模式历经多少次变革，零售的基本要素，都离不开“人”“货”“场”这三个字。“人”“货”“场”是零售业永恒的概念。

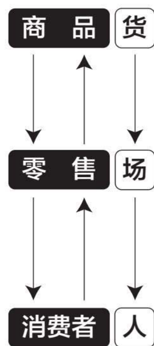


图1—1

理解零售，研究零售，必须同时研究“人”“货”“场”这三件事。

人：流量×转化率×客单价×复购率

我们先来理解“人”。

为什么商家要给购物中心支付租金？租金的本质和逻辑是什么？为什么人流量越大的地方，租金越贵，被叫作“旺铺”？

购物中心之所以收商家的租金，是因为购物中心为商家带来了人流量，人流量才是真正的核心和价值。租金的本质，就是购物中心把人流量折算成一个价格，卖给商家。站在商家的角度来说，租金的本质，就是它付出的流量成本。

怎么计算流量成本呢？

假设一家商铺的租金为每月20万元，一个月有2 000人进店。那么，简单计算一下，你就知道，这家商铺为每一个进店的人支付了多少钱（20万元/2 000人＝100元/人）。也就是说，这个商铺的流量成本是100元/人。

这家店的老板会不会想从每个进店的消费者身上赚至少100元，或者200元，甚至500元呢？他几乎一定这么想，因为不这么想或者赚不到钱的商铺，都已经关门了。

互联网时代来了，购物中心的人流量大大减少，这个月竟然从2

000人降到了1 000人。人流量腰斩，但是商铺仍然要支付20万元租金。这就意味着，商铺购买一个人的进店成本，也就是流量成本，从100元/人提高到了200元/人。

如果把商铺搬到网上，还要不要支付流量成本呢？

当然要。比如，你在淘宝或天猫新开了一家网店，刚开始根本没有人浏览。这时，你可以购买“淘宝直通车”按点击付费的竞价排名投放广告，为网店的宝贝做精准推广。消费者点击一次，进入你的网店，就相当于在线下有一个人进店。按点击付费的内在逻辑，就相当于线下按进店的人头数，也就是流量付费。

打个比方，阿里巴巴作为平台方，它的商业逻辑相当于帮网店“拉客”，一个顾客就是一个流量，左脚进店，右手给钱。

同样，线下商业地产的逻辑与之类似，只是手段不同。为什么各地的万达广场都会引入沃尔玛？为什么沃尔玛占地面积很大，但相对于其他商铺来说，租金却很便宜？原因就是沃尔玛能够帮万达广场吸引人流。一旦大量消费者去沃尔玛之后，万达广场就会产生很多旺铺，这些旺铺能以很高的价格租给珠宝商、钟表商、名牌时装等。所以，沃尔玛帮助万达吸引人流，珠宝商则帮助万达把人流量变现。

今天，不管是万达还是阿里巴巴，无论怎么打赌，谁赢谁输，其本质都是“吸引流量，再出售流量”的商业模式。如果把万达叫作商业地产，那么阿里巴巴就是“网络商业地产”；如果把阿里巴巴叫作“流量经济”，那么万达就是“线下的流量经济”，其商业本质没有任何区别。

人即流量。研究“人”，就是研究“流量经济”。

研究“流量经济”，具体来说，到底要研究哪些问题呢？其实，就是“销售漏斗公式”。

销售额＝流量×转化率×客单价×复购率

线下开店、上门推销、电话销售、校门口摆摊，一切零售形态，最终都可以用这个公式来表示。（见图1—2）



图1—2

假如开一家服装店、便利店或者水果店，你的选址逻辑是什么？有多少人会正好经过你的店门？用互联网的语言来说，这些人就叫“流量”，用线下的语言叫作“人流量”。其实，在任何一个地方开店，本质上就是要获得这个地方的自然流量。

一个人走进你的店，逛一圈什么都没买就出去了，你会很伤心，因为你付出的流量成本没有转化成销售额。你希望100个进店的人里有30个买东西，这个像漏斗一样的过程，在互联网上就叫作“转化率”，线下叫作“成交率”，其本质是相同的。

如何提高转化率？在线下，传统的方式是通过商品陈列、店铺装修、店名指引以及各种打折促销活动等。

有一个关于商品陈列的经典案例：在沃尔玛超市里，啤酒是放在纸尿裤旁边的。原来，沃尔玛在按周期统计商品销售信息时，发现一个奇怪的现象：每逢周末，啤酒和纸尿裤的销量都很高。为了搞清楚这个原因，沃尔玛派出工作人员进行调查。通过观察和走访，他们了解到，在美国有孩子的家庭中，太太经常嘱咐丈夫下班后为孩子买纸尿裤，而丈夫在买完纸尿裤后，觉得今晚好无趣，于是又顺手带回自己爱喝的啤酒。

搞清楚原因后，沃尔玛的工作人员打破常规，将啤酒和纸尿裤摆在一起，结果啤酒和纸尿裤的销量双双激增，为商家带来大量利润。沃尔玛的这种做法，在提高成交率的同时，又提高了客单价。

这样的案例其实还有很多。一位女士买了一条小黑裙，会配一个小背包，还会想着要不要配一条丝巾？买丝巾时，要不要配一双颜色搭配的鞋？把某几样商品放到一起后，会发现客人把这几样商品全买了，客单价随之提高。

复购率，就是这个顾客走了，下次还会再来吗？如果这个顾客觉得某个商品特别好，过几天新款上市，他又来购买，甚至把这个商品推荐给身边的朋友，这时商家就获得了复购率。在线下，这叫作“回头客”。

其实，零售从“人”的角度讲，无外乎这四件事：流量、转化率、客单价、复购率。

货：D—M—S—B—b—C

琢磨“人”，挺有意思吧？琢磨“货”，也挺有趣的。

零售，是整个商品供应链的最后一站，它上游的所有供应商都是为商品增值的参与者，而它的顾客是消费者。这里提到的“整个商品供应链”是什么意思？

想象一下，一件商品从设计、生产到消费市场的整个链条，我们可以将其归纳为D—M—S—B—b—C。（见图1—3）

D＝Design（设计），指产品款式的设计过程；

M＝Manufacture（制造商），也有人称其为工厂；

S＝Supply Chain（供应链），通常指的是总代理、省代理、分销商、经销商等机构；

B＝Business（大B，商场），指的是大卖场、超市、连锁店等；

b＝business（小b，商店），指的是夫妻店、地摊、微商等个人销售者；

C＝Consumer（消费者），也就是最终端的客户。

在D—M—S—B—b—C这条商品供应链中，所有的角色各司其职。

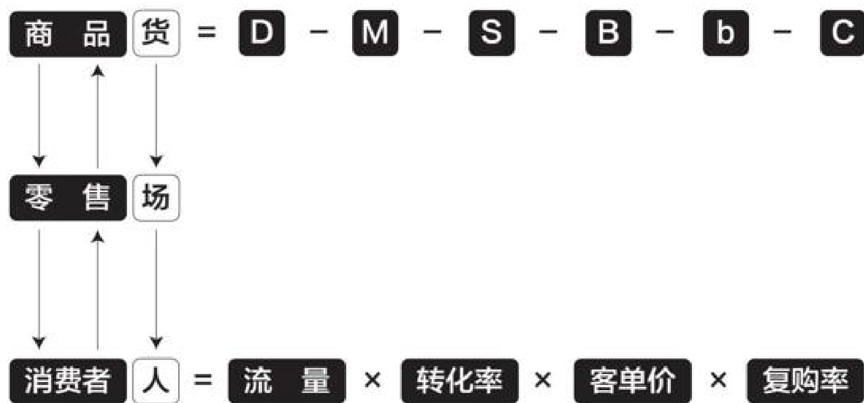


图1—3

以皮鞋为例，设计师（D）研究市场、研究人体、研究时尚，设计出一双皮鞋，然后把设计卖给制造商；制造商（M）开模具，购买原材料、设备，雇人把鞋子做出来；皮鞋通过总代理、省级代理、市级代理等供应链企业（S），通过物流完成在全国的铺货，建立存库；皮鞋陈列在大商场（B），或是微商的朋友圈（b），抵达消费者；最终，消费者（C）下单购买。

整个商品供应链，每个环节都有其独特的价值，并为此获得自己的利润。但一般来说，我们把“D— M”称为创造价值，做鞋子；把“S—B—b”称为传递价值，卖鞋子。

创造价值有成本吗？这双鞋子的皮革、铆钉、鞋带，以及设计师、工人的工资，都是制造成本；这双鞋子通过渠道商、零售商，产生的物流成本、仓储成本、销售成本，都是传递价值的成本，我们称之为交易成本。

从“货”的角度看，一双鞋子的制造成本和交易成本之间的关系大概是怎样的呢？在互联网时代之前，一双制造成本100元的鞋子，交易成本大约900元，加在一起，消费者要花1 000元。

天啊，太夸张了吧？确实是这样。在《互联网＋战略版：传统企业，互联网在踢门》这本书里，我专门讲过一个概念，叫作“定倍率”。消费者花的钱，是商品成本的多少倍呢？对这双鞋子来说，是1 000元/100元＝10倍。

所以在古代，很多人看不起商人（渠道商、零售商），觉得明明是100元的东西，生生被他们卖到了1 000元。甚至在20世纪50～80年代的中国，还有一项罪名叫“投机倒把罪”。随着对市场经济的理解越来越深入，大家认识到，交易成本是商品不可能省掉的部分。没有合理的交易成本，就没有商业社会。但同时，大家一直在研究如何优化商品供应链，降低交易成本。

零售从“货”的角度讲，就是在研究D—M—S—B—b—C，以及如何不断提高物流速度、减小库存规模、缩短产销周期，从而降低交易成本。

场：信息流＋资金流＋物流

理解了“人”，理解了“货”，那么，零售是怎么用“场”把两者连接起来的呢？

任何一个可以被称作“零售”的完整的“场”，其实都有三种东西，在“人”和“货”之间像水、像电一样不断连接、流动与交互。这三种东西，就是信息流、资金流和物流，它们隐藏在每一个购物过程中。

什么意思？

举个最简单的例子。你今天想去商场买一件蓝色衬衫，到了商场后，远远看见一件很漂亮的衬衫。你忍不住走过去，摸一摸衬衫的质地，麻的，很喜欢。然后翻了翻价格标签，看一下价格能否承受。不算很贵，能接受。然后你问：“服务员，我能试一下吗？”

整个过程，你获得了什么？获得了“信息流”。衣服的颜色、质地、款式，价格高低以及是否合身，都是信息，影响你是否购买的信息。因此，信息流是商家提供给消费者，帮助他决策的一个资源。

然后你说：“服务员，我要买。”服务员给你开张单子，你拿着单子去付款。你做了什么？你完成了“资金流”的流转。

你交完钱，服务员已经把衬衫打包好，放在纸袋里了。你把纸袋拎回家。这又是什么？这是“物流”。

再比如我们去超市买东西，那么多货架，摆满了矿泉水、牛奶、酱油和盐……大型超市用两层楼的面积展示众多商品，目的就是提供“信息流”。顾客想买某件商品，先摸一摸，然后看看是否过期、热量有没有超标等，这是“信息流”；觉得不错，把它放入购物车，推到收银台付钱，这是“资金流”；然后，自己开车或者坐超市的班车回家，这是“物流”。（见图1—4）

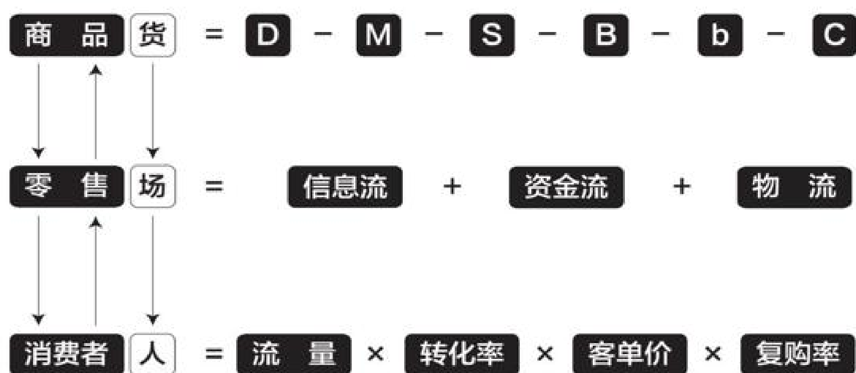


图1—4

任何一种零售行为、零售形态，不管是商业中心还是淘宝店，只要我们不断往下拆，剩下的都会是信息流、资金流和物流这三大要素。只不过，在传统的线下零售时代，人们非常自然地用被“封装”的商业逻辑做生意，未必从“人、货、场”的角度深挖过“零售”，更没有从“信息流、资金流、物流”的角度深挖过“场”。

这就像开了十几年车的人，车从来没有坏过，认为自己是老手，但他可能并不真的懂车，打开车前盖就抓瞎了。开车的人未必懂车，只有修过车，才真的懂。

同样的道理，在零售行业做了几十年的老手，就像老司机一样，开车技巧非常熟练，但是车子一旦坏掉，零售业一旦面临转型，才发现自己不会修车，不懂零售的本质。

总结一下，零售的本质到底是什么？

不论是百货商场还是超市，不论是线下还是互联网，不论是万达广场还是淘宝、天猫，都不代表零售的本质。零售的本质，是连

接“人”与“货”的“场”；而“场”的本质，是信息流、资金流和物流的万千组合。

第3节
什么是新零售

到底有没有新零售

当然有新零售。

说没有新零售的人，都是那些只会开车、不会修车的人。这些人车开得又快又稳，他们只会觉得是自己技术好，车能有什么差别；车出了问题，他们只会熄火重启，甚至连前盖都不知道怎么打开。

张潇雨在他的“得到”专栏《商业经典案例课》讲过美国零售简史。1884年之前，美国的零售形态多为一手交钱、一手交货的布店、豆腐店，效率很低。铁路出现后，远程购物变为可能，于是西尔斯发明了邮购，并提供自由退货和货到付款服务。

西尔斯利用铁路这个新技术，创建了邮购模式这个“场”，连接了“人”与“货”，是当时信息流、资金流和物流更高效率的创新组合，所以西尔斯很快成为美国零售业第一名。

西尔斯，是19世纪的新零售。

后来，因为另外一项新技术——汽车的出现，使得在租金便宜的郊区，用大型卖场收集大量需求成为可能。于是，沃尔玛发明了大型超市，并承诺天天低价。

沃尔玛利用汽车这个新技术，创建了大型超市模式这个“场”，连接了“人”与“货”，是当时信息流、资金流和物流更高效率的创新组合，所以沃尔玛也很快成为美国零售业第一名。

沃尔玛，是20世纪的新零售。

最近10年，互联网、移动互联网、大数据、社交网络、人工智能……新技术层出不穷。新零售消费者与商品之间的路径越来越短，信

息流、资金流、物流的连接方式日新月异。

21世纪的新零售，呼之欲出。

新零售，就是更高效率的零售

在马云提出“新零售”概念不久后，阿里巴巴集团CEO（首席执行官）张勇也对此做出解读：

> 围绕着“人、货、场”中所有商业元素的重构是走向新零售非常重要的标志，而其核心就是商业元素的重构是不是有效，能不能真正提高效率。

效率，是新零售的核心。

我在访谈小米创始人雷军和盒马鲜生创始人侯毅时，他们都不约而同地说了一句话：

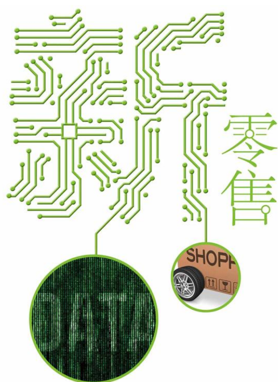
> 新零售，就是更高效率的零售。

西尔斯、沃尔玛都大幅度提高了其所处时代的“人、货、场”的效率，是更高效率的零售，是那个时代的新零售。

怎样才能利用新技术，提升这个时代的零售效率呢？

用数据赋能，提升“场”的效率；用坪效革命，提升“人”的效率；用短路经济，提升“货”的效率。

第二章
数据赋能：
线上、线下都不能代表新零售



新零售，可以说是阿里巴巴率先举起的一面大旗，后入场的腾讯虽然失了先机，但两者殊途同归，最后的落点都是“数据赋能”。

阿里巴巴CEO张勇为新零售做出的解释是：“用大数据赋能，进行人、货、场的重构。”

在2018年“两会”后的媒体采访中，马化腾谈到腾讯为什么频频布局线下零售：“原来零售企业和电商是对立的，是一个此消彼长、互斥的业态，所以过去这十几年零售企业很悲观，基本上被线上的电商侵蚀了其原有的份额。现在我们发现，传统零售和线上电商彼此间的融合开始了，已经不再互斥。用户的体验需要线上、线下整合，传统线下的体验是没法简单用线上替代的，毕竟人作为一个实体，总要生活在周边。”

因此，很多企业希望寻找一套合适的数字化解决方案。在这个基础上，腾讯当然也要抓住机会，通过数字化机遇打通人、货、场。

马化腾进一步解释了腾讯的定位——不做零售，甚至不做商业，更多的方案是助力、赋能，提供一层很薄的能力，包括用户的连接能力、小程序、公众号、云、AI等。它们都是为用户服务的，同时联合周边的生态合作伙伴、开发商一起为用户服务，这对腾讯来说没有利益冲突。

这就是腾讯的新零售，马化腾称之为“智慧零售”，其核心也是数据赋能。

用“数据赋能”提升“场”的效率，是新零售的三大核心逻辑之一。数据是新时代的“能源”，数据无色、无味、无形，却默默地“滋润”着信息流、资金流和物流，让零售质变为更高效率的零售。

在全新的零售革命下，谁的数据赋能力强，谁就能获得这次革命的关键筹码。

第1节
零售，从来没有“本质”的交易结构

2015年3月8日，阿里巴巴做了一件在传统零售看来，极不“道德”的事情。

这一天，阿里巴巴推出“38扫码生活节”活动。这个节日怎么过呢？按照活动规则，从3月8日上午9点开始，用户只要打开手机淘宝客户端，扫描想要购买商品的条形码，就可以查询到该商品当天在淘宝上的价格。阿里巴巴官方承诺，淘宝售价将比实体店便宜，基本为半价，会有众多刚需日用品参加活动，但每个用户当天能享受到的优惠上限为100元。

半价，这还得了！

当天，很多人用手机淘宝客户端扫描家里已有物品的条形码，发现还真是半价。不少消费者觉得自己家里能扫的东西太少，纷纷跑到超市去扫货架上的商品。

消费者在超市里，拿着手机扫描货架上商品的条形码，就会看到商品的价格等相关信息，以及淘宝的销售链接，甚至还有同类商品推荐。大家发现，同样的商品，淘宝的售价明显更便宜，下单还能享受送货到家的服务。所以很多人在超市里“逛”，在网上“买”。

阿里巴巴官方发布的数据显示，活动开始后的10分钟内，就有38万用户参与，他们通过扫码购买的商品总额，相当于一线城市10个大型超市一天的总销售额；万包花王纸尿裤在开抢3分钟内全部售罄，相当于线下5家大型超市单日销量的总和；1小时内，金龙鱼非转基因黄金比例调和油的销量相当于线下125个大型超市一天的销量。

消费者们在超市里“逛”，在网上“买”的行为，让传统超市在这一天变成了淘宝的线下体验店。这让很多超市难以接受：“天啊，阿里巴巴你也太不‘道德’了吧？说你在吸干实体经济的血，一点儿也不冤枉吧？”

我们不要着急做价值判断，评价谁好谁坏。先从理性的商业逻辑的角度，理解为什么会这样。

“三流”如水，没有本来的样子

在前文“理解新零售前，先理解零售”这一节里，我们说到了零售的本质。

> 零售的本质，是连接“人”与“货”的“场”；而“场”的本质，是信息流、资金流和物流的万千组合。

到底为什么会出现“38扫码生活节”，从传统超市吸走有利可图的“买”，而留下巨大成本的“逛”这种现象？我们从传统超市这个“场”的信息流、资金流、物流的角度来进行分析。从信息流、资金流、物流的角度理解零售的方法论，会贯穿本章的始终。

传统超市的零售模式中，信息流、资金流和物流是如何组织的？

你在超市里逛，看到琳琅满目的商品，在这些商品中挑选，看品牌、看介绍、看成分、看保质期，甚至还会捏一捏、摸一摸、闻一闻。通过这些行为，你获得了信息流，用来帮助你决定买或不买的信息。

你决定买，把商品放入购物车，推到收银台付款。付款，也就是买这个行为，帮助你这个“人”和超市的“货”之间，完成了资金流的交换。逛和买的关系是，逛获得信息流，买付出资金流。

然后，你把“货”装进塑料袋，放入手推车，推到停车场，放进后备厢，开车回家。你和超市共同完成了物流。超市完成了从厂家到超市这一段，你完成了从超市到你家这一段。

信息流、资金流、物流，这就是超市“三流”的组织方式。看上去自然而然，似乎它们本来就应该这么组织。但是，如果你愿意打开“车的前盖”，端详里面复杂的交易结构，仔细思考，也许你会有一些疑问。

超市给你提供信息流，让你看、摸、闻的时候，有没有付出成本呢？当然有成本。那么大的面积，有租金成本；充足的现货让你挑，有

库存成本。另外，水电、消防、员工工资、损耗、失窃等，都是成本。

超市花了巨大的成本为你提供信息流，可是，它向你收费了吗？超市有没有对你说：根据我们的人工智能摄像头显示，你看了两眼牛排，拿起过三袋不同的洗衣粉，还仔细看过四种牛奶的成分清单。为此，请支付给我17.6元信息费，不然不准走。

没有，超市并没有为向你提供信息流而收费，这些信息是免费的。

这就奇怪了，展览馆花成本提供艺术品展览，提供信息流，你享受了展览馆的服务，所以要付费；超市同样花成本提供商品展览，也提供信息流，你也享受了超市的服务，为什么却可以不付费呢？

因为超市相信，大部分有购买意愿的消费者，在看完、摸完、闻完商品，获得信息流之后，如果感兴趣，多半会直接购买。如果消费者直接购买，之后的资金流、物流也一定会在超市内部完成。逛和买，在传统超市中，几乎是不可分割的。信息流、资金流、物流在这里形成了一个闭环。在这个闭环中，虽然超市不以信息流收费，但既然资金流也在这里完成，那它就可以赚商品的差价。

所以，传统超市的交易结构是：用商品差价，补贴信息流成本。只要资金流的差价能涵盖信息流的成本，超市就有钱赚。

可是，互联网的出现，导致信息流、资金流和物流的闭环被完全拆开，并重新组合。

现在，我们再来理解“38扫码生活节”到底干了什么。

既然传统超市你自愿提供免费的商品展示，免费的信息流，那我替万千消费者感谢你。消费者们，超市花巨额资金给你们提供信息流，赶快去逛吧，不看白不看。可是，拿到信息流，决定买了，请到淘宝下单。为什么？因为我们没有租用那么大面积的场地，不需要备那么多库存，也没有那么高的水电、消防、员工工资、损耗、失窃成本，所以我们的价格比超市更便宜。所以，消费者们，请去传统超市逛，来我们这里买。

“38扫码生活节”的本质，是打破传统超市“用商品差价，补贴信息流成本”的交易结构，重组为“线下获得信息流、线上付出资金流”的新交

易结构。

在线下获得信息流、线上付出资金流的新交易结构下，很多与超市类似的线下零售都受到根本性的打击。最直观的体现是，大家去超市的次数越来越少，在网上买东西的次数越来越多，离生活中心5公里之外的大型超市越来越难经营。因为超市把信息流、资金流、物流强行捆绑的方式开始受到挑战，而其自身渐渐成为消费者免费获得信息流的体验场。

作为一本商业书籍，我们不从是否道德的角度评判淘宝的行为，只从商业理性的角度来分析。信息流、资金流、物流像水一样，没有本来的样子，也没有“道德”的样子。这就是一个交易结构取代另一个交易结构的过程，没有感情，没有恶意。正如《三体》里说的：

> 我消灭你，与你无关。

谁该为信息流买单

读到这里，也许你会不寒而栗。传统零售就该被电商吸血吗？到底谁该为信息流买单？如果传统零售都被电商吸血吸死了，谁来提供信息流呢？电商最后不也会死吗？

信息流、资金流、物流的水，从“用商品差价，补贴信息流成本”，流向“线下获得信息流、线上付出资金流”，但不会停在这种互相为敌、你赢我就输的中间状态，还会不停演化，继续融合，直到所有人都获益，同时更高效、更稳定的新交易结构出现。

这种“所有人都获益，同时更高效、更稳定的新交易结构”，就是“新零售”。

举一个例子。很多消费者不喜欢在网上买鞋，主要原因是鞋这种商品存在一定特殊性。鞋的款式不同，会导致鞋码不准，很多时候一定要穿在脚上，亲自试过，才知道合不合脚，而这一点，网上店铺很难满足。所以，很多人在网上看到耐克出了一款新鞋，觉得款式、价格都合适，但不会轻易下单，他会去耐克的线下专卖店试一下，再决定是否购买。

“一定要试穿才知道合不合脚”，这说明互联网提供的信息流太简单，不足以支撑买或不买的决定。而线下的体验，是更强大的信息流工具。

为了获得更多信息流，消费者去线下专卖店试穿。试完之后，觉得很合脚，打算买。可是，线下实体店的价格要比网上的贵许多。这时，消费者可能会对销售员说：“你看，这双鞋网上只卖700元，你这儿卖1 200元，我在这儿也试了半天了，你能不能也700元卖给我？这样我就直接在你这儿买，不去网上买了。”

听上去这个要求不过分吧？

这时候，销售员很可能会对你说：“亲，真不行啊。这双鞋进价600元，我卖1 200元，但每双鞋，我都要给商场交30%的扣点。1 200元扣30%，我还能剩840元，勉强赚240元付工资。如果卖给你700元，扣掉商场的30%，我只能拿到490元，连进价都不够！真不行啊！”

消费者想：我是很想在你这儿买，但确实贵太多。你不肯便宜卖，就怪不得我了。然后，他理直气壮地离开，在网上买了那双鞋。

这个问题，和超市的问题几乎是一样的。消费者通过体验，享受了线下实体店的信息流，但是线下经销商支付了信息流成本，资金流却被线上抢走了。久而久之，线下经销商会被线上挤对得开不下去，变得越来越少，最终关门。

怎么办？解决这个问题的办法，是交易结构的进一步优化：用品牌商体验店，取代代理商加盟店。

最不想让代理商关门倒闭的是谁？是品牌商。代理商赚不到钱都关门了，谁来帮品牌商卖鞋子呢？只通过线上不现实，因为消费者总是要在线下试穿，获取信息流。只要这种需求存在，实体店就会继续存在。

但是，经销商不可能永远承受免费提供信息流的代价，总有一天会不愿再当“冤大头”。那谁来为提供展示、试穿的信息流买单呢？品牌商。

未来，线下会有越来越多的“品牌体验店”。所谓品牌体验店，是指我开店的第一目的，就是为了让你看、让你摸、让你闻、让你喜欢上我

的产品，而不是销售。不以销售为第一目的，经销商就赚不到足够的差价，他们不会接受。没关系，那品牌商就自己开，自己支付租金成本。

在品牌体验店里，遇到了同样的顾客，说："你看，这个鞋子网上只卖700元，你这儿卖1 200元，我在这儿也试了半天了，你能不能也700元卖给我？这样我就直接在你这儿买，不去网上买了。"这时服务员可能会微笑着对他说："没关系，那你去好了。"

为什么？因为无论线下还是线上购买，收入都是品牌商的。甚至，对财务来说，体验店的租金、库存等信息流成本，未来会被计入品牌及营销成本内，而非销售成本。那如果品牌商开不了这么多体验店，怎么办？未来可能会有大批代理商转型为服务商，专门提供帮助品牌商开体验店的服务。品牌商考核它们的，不再是销售额，而是用户满意度。

进一步说，代理销售店向品牌体验店的转型，可能会进一步带动百货商场收取扣点的联营模式，向购物中心的租金模式转型。

未来，每一个商业地产的位置上，依然都是门店。只是这些看上去差不多的门店，背后的交易结构会悄悄发生变化，越来越多代理销售店会变为品牌体验店，越来越多以销售为目的的百货商场，会变为以体验为目的的购物中心。

听上去太不可思议了。这是臆测，还是真的在发生的趋势呢？

2017年10月，耐克公司CEO宣布，把原本在全球合作的3万家零售商，缩减为40个合作商。这40个精挑细选的合作商，必须有能力运营独立的体验店。未来，耐克的官网和App（应用程序）会成为主要销售渠道，而体验店则注重为用户提供更好的体验。

每一件事情背后，都有其商业逻辑。耐克正在践行"用品牌体验店取代代理销售店"的新零售逻辑。

除了耐克外，越来越多的品牌，正在尝试"不卖货"的实体店铺战略。

2016年，荷兰内衣品牌Lincherie在阿姆斯特丹开了一家"只能试不能买"的线下体验店。顾客用高科技穿衣镜试衣，然后在数字设备上下订单。48小时内，送货上门。不卖货，还带来一个好处，不用在门店备库

存，租金成本、库存成本大大降低。

2017年，美国著名的高端百货公司Nordstorm也在洛杉矶开了一家“不卖货”的实体店。这家店的面积只有300平方米，主要提供个人造型、服装修改、店内提货、退货、修改订单等服务。线下体验，线上购买，线下服务，成为其核心。

信息流、资金流、物流在互联网的帮助下，正在用线上的数据强项，赋能线下的体验优势，从传统的“用商品差价，补贴信息流成本”流向“不卖货的体验店”。这种被线上赋能的线下零售，就是“新零售”。

正如雷军所说：

> 我们要从线上回到线下，但不是原路返回，而要用互联网的工具和方法，提升传统零售的效率，实现融合。

“不卖货的体验店”，是新零售的一个趋势，但一定不是唯一的趋势。那么，怎样才能在“不卖货的体验店”这种新零售趋势来临之前，就事先洞察、提前布局呢？

这就需要我们重新理解互联网和线下。

互联网从来不代表“先进性”，它只是具有一些“独特性”；同样，线下零售也从来不代表“本质性”，传统零售人觉得永远不会变的，可能也只是一些线下带来的“独特性”。理解这些特性，理解线上和线下彼此的优劣势，才能洞察信息流、资金流和物流的流向，提前布局新零售。

第2节
信息流：高效性vs体验性

为了洞察，甚至预测新零售的趋势，从这一节开始，我们将讨论信息流、资金流和物流在互联网和线下，分别有什么独特性，借由这些独特性，可以如何重组新零售。

互联网：信息流的高速公路

我们先从信息流开始，从一种司空见惯的行为“货比三家”讲起。

自从人类历史有了交易，“货比三家，择优而选”就一直是人们坚守的购物法则。你去菜市场买菜，如果时间充足，可能会从头走到尾，挑最新鲜、价格又实在的蔬菜购买。买日用品、服装、电子产品等，无不遵循这个原则。下面这个例子，你一定似曾相识。

某一天，你去北京的王府井百货大楼买衬衫，逛了一圈看中一件衬衫，售价600元；然后，你跑到新东安商场，看看同款衬衫的价格，发现这件衬衫卖700元；你还不甘心，又跑到另外一家商场，结果同一品牌的同款衬衫卖800元。综合比较，还是王府井百货最便宜，于是你又折回去，用600元购买了这件衬衫。

虽然过程有点儿折腾，但用最少的钱买到了心仪的衬衫，你的内心还是很满意，觉得没白折腾。

这种购物经历几乎每个人都有过。为什么在购物时要货比三家？主要原因是信息不对称，你去王府井大街购物时，并不知道这三家商场里同款衬衫的价格，不得已只能挨个去看。如果有一种科技，能在你刚到王府井时，就通过人脸识别判定你是来买衬衫的，然后入口的电子屏上会显示这件你想购买的衬衫在王府井百货卖600元，新东安卖700元，另一家卖800元，那你还会“货比三家”吗？你可能会直奔王府井百货。

为什么你以前会货比三家，而王府井入口有了电子价格显示屏后，

你很可能就不再货比三家了？货比三家这种行为之所以存在，是因为传统零售的信息流效率很低。

“电子价格显示屏”这种设想，在传统的线下购物场景中很难实现，但是在互联网线上购物中，就很容易。你想买衬衫，在天猫搜索一下，在网速很慢的前提下，也仅需几秒钟，就能知道这件衬衫在不同专卖店的具体价格、有没有打折活动等。

此外，只要是你想买的东西，淘宝就能让你买到。比如，你想买一个cosplay（角色扮演）用的假发或者服装，去家乐福、沃尔玛等大型超市很难买到，淘宝上却有成千上万的商家提供这类商品。所以，很多人惊叹“万能的淘宝”。

为什么淘宝可以“万能”？因为它提供信息流的效率大大提升，又快、又全、又便宜。包罗万象，又方便比价，让淘宝成为中国最大的“百货商场”。2017年“双11”购物节当日，仅阿里巴巴就创造1 682亿元的销售神话。1 600多亿是什么概念呢？已经将近整个蒙古国一年GDP（国内生产总值）的3倍（2017年前三季度，蒙古国GDP仅为81.54亿美元，折合人民币约500亿元）。

所以，互联网提供的信息流，相对于线下，具有非常明显的独特性，那就是高效——又快、又全、又便宜。

那么，因为信息流的高效性，互联网就可以干掉传统零售吗？并没有。

中国商务部在2018年2月1日公布了一组数据：2017年中国社会消费品零售总额为36.6万亿元，其中线上零售额为5.5万亿元，占比15%。虽然互联网电商看上去非常先进，但是依然有85%的消费发生在线下。

为什么？因为互联网电商相对于传统零售，是提升效率的典范；但在提升效率的同时，也损失了体验性。

线下：无法取代的体验性

长久以来，体验性一直是互联网购物难以企及的高点。

以买衣服为例，人们在网上买衣服，因为摸不到料子，也无法试穿，只能凭自己的眼光和感觉。一旦看走眼，就会上演悲催的买家秀和卖家秀。

再比如，你想买个床垫。在网上，你只能看到床垫的长、宽、高等规格，以及这个床垫有20个弹簧支撑、进口乳胶、采用最先进原理设计等文字描述。就算照片拍得再具体、再精美，你还是感受不到床垫给你带来的，只有躺下去才能体验到的舒适感。

网上卖1 200元一张的床垫，到底要不要买？买回来会不会真的舒服？有的人会“赌”上一把，但更多的人还是会选择线下实体店，在商场的床垫上躺一下，真切地感受床垫给后背和脊柱带来的支撑。如果感觉很棒，很快就能做出购买决策。

有位在宜家负责销售床垫的销售员曾分享过一个故事，一位顾客躺在宜家的床垫上睡着了，另一位路过的顾客看了半天后问，躺在床垫上的是真人还是道具？后来，这位销售员摇醒那位熟睡的顾客，据说他醒来后就买下了那款床垫。

在美国，有一家专门卖床垫的电商Casper，采用“不设实体店、抛开中间商、试用40天”等互联网打法，一度让传统床垫零售行业感到紧张。Casper在产品推出最初28天内，其销售额就已超过100万美元；2015年全年Casper在美国本土的销售额已达1亿美元。

然而，销售额野蛮增长了三年后，Casper发现床垫销售根本不能完全避开实体店。于是，2017年，Casper拿到美国零售巨头塔吉特领投的1.7亿美元融资，并通过塔吉特在美国的1 200个店面来销售它的产品。进入零售商场后，Casper发现广告价格和市场预算减少了，更重要的是，退货也减少了。

这就是线下零售无法取代的体验性。互联网擅长信息流的“高效维度”，更快、更全、更便宜；线下擅长信息流的“体验维度”，更复杂、更多感、更立体。

“复杂、多感、立体”的信息流，很难通过数据和图片传递，我们称之为“体验性”。所谓体验性，就是复杂信息，这是互联网目前无法替代的。电商大佬们也试图用技术手段解决线上体验性较差的难题，但目前并未找到完美的解决方案。

2016年被称为“VR（虚拟现实）元年”，阿里巴巴也试图通过虚拟技术改造线上的购物体验。当年11月1日，经过几轮造势后，阿里巴巴正式推出虚拟购物产品Buy＋（买＋）。这是阿里巴巴VR实验室的一项业务，也是其首次公开的VR战略项目。简单来说，就是戴上VR眼镜，还原真实的购物场景，足不出户体验购物的快感。

阿里巴巴的Buy＋服务，选择从海淘业务“天猫国际”入手，消费者打开Buy＋，就像进入一个日常的房间，房间的墙上挂着7幅图片，对应世界各地的7个商场——美国塔吉特百货、梅西百货、Costco（好市多）、日本松本清药妆店等。用户只需戴上VR眼镜，点击照片墙上的图片，即可进入对应的虚拟场景，浏览、选购商品。

2017年7月“淘宝造物节”，马云又宣布升级Buy＋服务，改为AR Buy＋。AR是一种增强现实技术，在体验期间，你只需在手机淘宝中打开AR　Buy＋中的扫一扫功能，扫描商品，即可进入AR购物世界，无须佩戴VR眼镜。

但是，这两项技术目前都还不够成熟，VR眼镜长久佩戴会产生眩晕感，AR也依然不如线下体验来得真切。戴上眼镜，更像是在看动画片，而不是真人电影，很难入戏。

用虚拟现实改善互联网的“体验性”，方向正确，但路途还很遥远。

新零售：用数据为体验性插上效率的翅膀

那么，问题来了，我们能不能把线上高效率和线下体验性结合起来？新零售的方向，必然是结合互联网信息流的“高效性”和线下信息流的“体验性”。（见图2—1）谁能先想到怎么结合，谁就能率先开启新零售的大门。

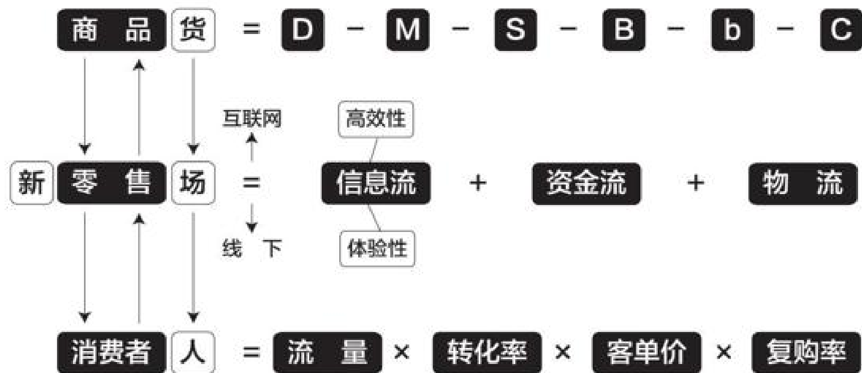


图2—1

小米公司，可能拿到了第一把钥匙。

2015年9月12日，第一个小米之家线下体验店在北京市海淀区当代商城6层开业了。小米之家的设计，非常强调体验性，其货品陈列比无印良品宽松，比苹果商店密集。小米之家并非传统手机卖场，而是类似于沃尔玛、无印良品这样的百货零售店。在小米之家，不仅陈列了小米手机，还有小米笔记本、空气净化器、净水器、米家压力IH（三维立体加热技术）电饭煲等智能家居产品，以及小米手环、移动电源等手机周边配件。

这些商品来自小米的生态链企业，平均一周左右就能提供一个新品。为了吸引客流，小米还推出一些季节属性强、价格便宜的单品，比如，69元的品罗晴雨伞、19元的米家签字笔等。

以前，很多人都不知道小米竟然有这么丰富的产品。现在，这些产品都放在你面前，你可以在店里慢慢体验，用手去摸一摸产品的质感，甚至打上几局游戏，体会不同CPU（中央处理器）、内存带来的快感。在小米之家，你甚至可以亲眼看到小米净水器带来的水质改变，关注健康的人一定会对此心动。

这就是“不卖货的体验店”。

但是，小米的另一个决定，让这个不卖货的体验店卖货效率出奇的高。那就是“线上、线下同价”。

顾客体验完，觉得喜欢，想买。上网一看，哇，体验店的价格居然

和网上一样，那干吗不现在就买下来拿走呢。

雷军给我讲过一个故事。在北京五彩城的小米之家，有很多韩国留学生经常光顾。每一款产品他们体验之后都很喜欢，于是就买了一个28英寸的行李箱，拼命往里装小米产品，装满为止。回到韩国后，他们把一箱小米产品卖给韩国人，可以赚不少钱。然后，这些韩国留学生再往空箱子里装满韩国化妆品，带回中国卖，又能赚不少钱。

他说的这个故事，我是信的。2015年，我去攀登非洲第一高峰乞力马扎罗，因为7天没有电力供应，于是我带了很多小米充电宝。当地人体验了我的充电宝后，一问价格，大吃一惊，纷纷缠着我要买。在回来前的最后一天，我把这些充电宝都送给了他们。

线下的体验性，还给小米之家带来意想不到的结果。

小米之家经营了一段时间后，小米总裁林斌也体会到线上和线下的巨大差异，尽管线下的效率不如线上，但线下对于用户的影响和冲击力要远大于电商。几次站店，他都发现，有不少顾客当天购买了产品后，第二天会带着朋友一起来买。

回头客甚至可以补足选址的缺陷。林斌介绍，在广州高德置地的小米之家门店是地铁商圈，地下二层是地铁，门店在二层，基本没什么人流。做了一年多，周围的店都关了，只有这家小米之家的流水做到1 000万，“靠稳定的人流和回头客，把店给养起来了”。

此外，很多线上购买时难下决心的高单价商品，在线下反而卖得更好。比如平衡车、电动助力自行车等。对于平衡车，很多人只是听说过，或者在路上远远地看过一眼，它的使用体验到底怎么样？买回家真的有用吗？从来没有用过、平衡感不是那么强的人，能立即学会吗？带着诸多疑问，你可能不会在网上看了图片就选择购买，但如果在线下试骑一下，发现真的很容易学会，而且重量很轻，确实能解决短距离的通勤问题，你就很容易会心动购买。

这就是线下零售体验性的巨大价值。那互联网的高效性呢？

小米在店里设计了一个五连屏、80英寸的自助购物墙。选好商品后，顾客可以直接扫码下单，服务员递交商品，整个操作不需要人工干预。小米还试图通过移动支付的方式，“革”掉收银台的命，付款效率提

高了几十倍。此外，客人在手机上通过小票OA（办公自动化）码就可以申请电子发票。

线上数据还能有效地降低库存。目前，小米之家主要依赖于小米商城对于产品销量的预计来订货，20%依赖于生态链企业配合小米之家的判断进行提前备货。当生态链企业发现某个产品好卖，即便小米商城还没有向生态链订货，生态链自己也会做一部分备货，以防万一出现脱销的情况来不及生产。

用互联网的数据给线下赋能。新零售，就是用线上的高效性，给线下的体验性插上效率的翅膀。

除了小米之家，亚马逊线下书店也是“用互联网的效率回到线下”的一个好例子。

2015年11月，曾经差一点逼死实体书店的亚马逊在西雅图市中心以北的购物中心University Village中，开设了第一家线下书店Amazon Books。

据其副总裁珍妮弗·卡斯特介绍，Amazon Books线下书店将成为Amazon.com的实体延伸，亚马逊将利用超过20年的在线书籍销售经验去建设这家书店，而这家书店本身将集合线下和线上书籍销售的优势。

亚马逊的实体书店与其他实体书店到底有何不同？

对传统书店而言，采购合适的书籍一直是书店经营者的痛点，即使经验丰富的采购人员也很难对快速变化的消费者品味做出及时的反应。但亚马逊掌控的庞大数据则让Amazon Books更具慧眼。Amazon Books的经营者将基于亚马逊官网上的消费者评价、预购量、销售量、受欢迎程度做出评价，最终选择那些更有可能引起消费者兴趣的书籍。

在书籍的陈列上，Amazon Books也一反常态，打破按照政治、经济、社会、文学等大类进行分类摆放的做法。当你逛Amazon Books实体店时，看到的是“读者最喜欢的食谱”“评分在4.5分以上的图书”“96%的读者给了5分满分的图书”“如果你喜欢这本书，后面的这一排书你也可能会喜欢”等类目。

Amazon Books中书籍下方的信息展示除了价格等基本信息之外，

还加入了更多有意思的内容，譬如读者给该书的总体评价，并精选一些读者的反馈。这些信息不仅对购书者十分关键，还丰富了消费者体验，强化了线下和线上的关系，形成相互联结的态势。

“读者最喜欢的食谱”“评分在4.5分以上的图书”“96%的读者给了5分满分的图书”，这些数据在传统线下实体书店，是很难获得的。亚马逊利用线上信息流的高效性，获得有价值的数据，然后用数据给线下的Amazon Books赋能，用亲手翻一翻书这个体验，临门一脚，促成下单购买。

你的商品，如何结合线上信息流的高效性和线下信息流的体验性，改善交易结构，迈入新零售呢？

第3节
资金流：便携性vs可信性

从信息流的角度看，互联网和线下的零售，都有各自独特的优势。那么，在资金流方面，互联网和线下又有哪些不同？

互联网：前所未有的便捷

互联网的资金流，有什么优势呢？互联网资金流的优势，简直是显而易见的，那就是“便捷性”。

过去，你在地铁站里想买一瓶可乐，需要找一台自动售货机。一台自动售货机的结构非常复杂，首先需要有精密的设备，识别真币、剔除假币；然后还要有硬币盒，用于找零，叮叮当当，不能数错。但即便再精密的设备，有时还是会识别错纸币，或者找错零钱，整个购买过程非常麻烦。

2011年10月，支付宝推出一种针对手机扫二维码的支付方案，成为国内首个针对二维码应用的支付方案。就在当年5月，央行发放第一批27张第三方支付牌照，支付宝是其中之一。

2012年，打车软件快速兴起。打车的小额高频支付场景，与二维码支付非常契合，成为支付宝扫码支付快速普及的领域。然后，微信也推出了二维码支付，凭借打车软件进入市场。2014年春节，微信红包的火爆程度远超春晚。

移动支付在阿里巴巴和腾讯的带领下，迅速占领各大支付场景，让付款这件事变得极其简单。它的便捷性已经完全取代线下支付。如今，就算是卖红薯的小商贩都开始用微信和支付宝收款，你路过某个天桥，很有可能会看见那些乞讨者已经与时俱进地摆出收款二维码。

再看看现在的自动售货机，几乎全都变成扫二维码的支付形式。选好你喜欢的商品，拿出手机扫一下支付二维码，点击确认支付，就可以

拿到商品了。非常简单，而且再也不需要识别假币，或者找回硬币。

互联网支付，尤其是移动支付，给我们带来了前所未有的便捷。

线下：见面，还是更值得信任

但是，互联网的资金流，相对于线下，有没有一些弱点呢？当然有，那就是缺乏“可信性”。

谈到资金流，不得不谈物流。资金流和物流，一直是一对亲兄弟。在信用机制越不发达的地方，它们越亲近。

比如，我们以前常说“一手交钱，一手交货”。这是什么意思？一手交钱，就是资金流；一手交货，就是物流。它们的流向通常正好相反，资金从我到你，那么货就要从你到我。但是，是先给钱，还是先给货呢？谁也不敢轻易相信谁，那就同时吧。这就是一手交钱，一手交货。

双向同时，是传统零售资金流和物流的常态。你在商场买东西，在餐厅吃饭，甚至在自动售货机上买一瓶可乐，基本上都是一手交钱，一手交货。

然后，互联网出现了。

网上购物，给我们带来信息流的高效性，展示信息的方式更快、更全、更便宜了。但是，资金流和物流这对亲兄弟，却被强行分开了。买家和卖家相隔甚远，无法做到一手交钱，一手交货，因此必须做个约定，到底是我先付钱，还是你先发货。这两件事情，没有办法同时进行。

这就带来信任的问题。线下零售一定要意识到，见面带来的可信性，到今天为止都是线下零售的巨大优势。很多老人不敢在网上买东西，就是因为对网上支付的资金安全不信任。

素未谋面带来的可信性的缺失，严重限制、阻碍了互联网电商的发展。解决可信性，一直是电商的头等大事。

早在20世纪90年代的美国，电商已经诞生。但是，由于缺乏可信

性，很多买方并不愿意把自己的信用卡账号等信息告诉素未谋面的卖方。不知道你是否使用过信用卡在网上付款，它需要你输入信用卡号、姓名、有效日期，甚至信用卡背面三位安全码。对方说，他不会留存这些信息。但是，你敢给吗？

于是在美国，电商的发展引发了一场资金流的变革；这场变革，又助推了电商的发展。引领这场变革的人叫埃隆·马斯克。是的，就是特斯拉和SpaceX（太空探索技术公司）的创始人，被称为“钢铁侠”的埃隆·马斯克。1998年，他与合伙人一起创办了一家在今天赫赫有名的公司PayPal（贝宝）。PayPal“封装”了信用卡信息，让买家不再担心信息被滥用，并针对电商交易做了优化，在一定程度上提高了网上购物的安全性。很快PayPal风靡全球，并于2002年10月被电商巨头eBay（亿贝）用15亿美元收购。

PayPal是人们解决互联网购物的可信性问题的一个重要工具。在中国，给互联网“增信”的工作晚了5年，却成就了一家市值5 000亿美元的公司——阿里巴巴。

阿里巴巴的淘宝在成立早期，也遇到了美国电商一样的问题：在线购物的买卖双方对彼此不信任。我把钱给你了，你不给我寄货怎么办？我发货了，你不付钱怎么办？

2003年10月18日，淘宝首次推出支付宝服务。很多人认为，发布基于“担保交易”逻辑的支付宝，是整个阿里巴巴获得成功最为重要的一项战略决策。

什么叫“担保交易”？担保交易，是在国际贸易中解决可信性问题的一种手段。买家买东西时，先付钱，但钱并没有立刻到卖家的账户上，而是进了中间账户支付宝。支付宝收到货款后，就通知卖家，钱已经付了，你可以发货了。卖家看到钱已经汇出，就放心地发货了。买家收到货后，看到货没有质量问题，点击“确认收货”。然后，支付宝再把钱打到卖家的账户。

基于担保交易的支付宝推出后，买家终于可以放心地在网上买东西了，因为他手里有权利：收到东西不满意，可以不点“确认收货”，可以不付款，可以退货。这就对卖家提出了很高的诚信要求：不能随便寄破损的商品给买家。如果买家不付款或者退货，那就白忙了。支付宝的推

出，极大地促进了互联网卖家诚信体系的建立。

美国的PayPal和中国的支付宝，这两个“宝”都让电商的“可信性”大增。即便是这样，到今天为止，用于交易（而不是转账）的互联网支付，大多数依然是小额支付。而大额支付，很多人还是会选择线下。

为什么？还是顾虑。万一对方真的是骗子，就是不发货呢？金额不大的话，就算被骗，认个倒霉，还能接受。若真是大额，那就不敢了。这就是“零钱心理”。

什么叫“零钱心理”？

在经济学中，有一个非常重要的概念，叫作“心理账户”，是芝加哥大学行为科学教授理查德·塞勒提出的概念。这一理论使塞勒获得2017年诺贝尔经济学奖。

塞勒认为，除了钱包这种实际账户外，在人的头脑里还存在着另一种心理账户。人们会把在现实中客观等价的支出或收益，在心理上划分到不同的账户中。比如，我们会把工资划归到靠辛苦劳动日积月累下来的“勤劳致富”账户中；把年终奖视为一种额外的恩赐，放到“奖励”账户中；而把买彩票中奖的钱，放到“天上掉下的馅饼”账户中。

同样类似的心理账户，还有一种“零钱账户”。比如你钱包里有一张100元的整钞，你舍不得把它破开花掉，但只要你买了1元钱的东西，剩下的99元零钱很快就会花光。所以，零钱账户里面的钱，花起来心理上没有压力。但是整钱的心理账户，每次花销都需要经过慎重思考。

当我们明白心理账户的概念，以及零钱心理后，就很容易理解为什么大家线上和线下的购物习惯有一定差别。线上购物因为无法获得复杂“信息流”（体验性），而“资金流”和“物流”无法双向同时发生，始终缺乏“可信性”，所以，相对来说，大家更愿意用“零钱账户”里的钱在网上“试错”。但在线下购物，信任感明显就会提升很多。

PayPal和支付宝的模式都是充当第三方，买家把钱转给第三方，第三方收到后，会通知卖家发货，买家确认收货后，第三方再把钱转给卖家。虽然它们的诞生，就是为了减少买家与卖家之间的不信任感，但人们还是会觉得线上交易没有线下一手交钱，一手交货更具可信性。

很多老年人不喜欢网上购物，并不仅仅是因为他们学不会这种新的购物方式，而是他们觉得店就在那里，万一有事儿，那个店跑不掉。涉及价格昂贵的物品更是如此，比如一块名表，在实体店要卖十几万元，网上只卖2万元，但你可能不太敢买。

那到底多大额度算是零钱呢？大概是200元以下。通过淘宝交易的历史数据，我们可以发现，淘宝交易最集中的额度在100~200元，这一额度并非受商品质量影响，而是人们普遍能接受的零钱心理账户在这一区间内。

微信红包的最高额度也是200元。为什么不是2 000元？也许对有些人来说，2 000元以下都叫零钱，但对绝大多数人来说，200元以下才算是零钱，再大就会有所顾虑。

再举一个例子，2017年11月10日，互联网信用贷款平台拍拍贷在美国纽交所上市。在拍拍贷上，每个借款人的首次授信额度仅为3 000元，用户需要依据自己的行为逐渐积累信用，才能贷到更多的钱。

根据招股书，2016年和2017年前6个月，拍拍贷平台平均贷款金额分别为2 795元和2 347元，平均贷款期限分别为9.7个月和8.2个月。可以看出，拍拍贷的单客贷款金额很小。为什么在线上，各种信贷平台都以小额贷款为主，而在线下，银行却敢借给用户几十万、上百万？这是因为线上信用体系还没有完全搭建。

由此可见，由于相对于线下缺乏可信性，线上资金流更容易发生在小额交易上；而大额交易，可能会带来可信性的心理障碍。所以，面对互联网，线下零售要明白自己可信性强这个独特性，在大金额交易上寻找战略优势。（见图2—2）

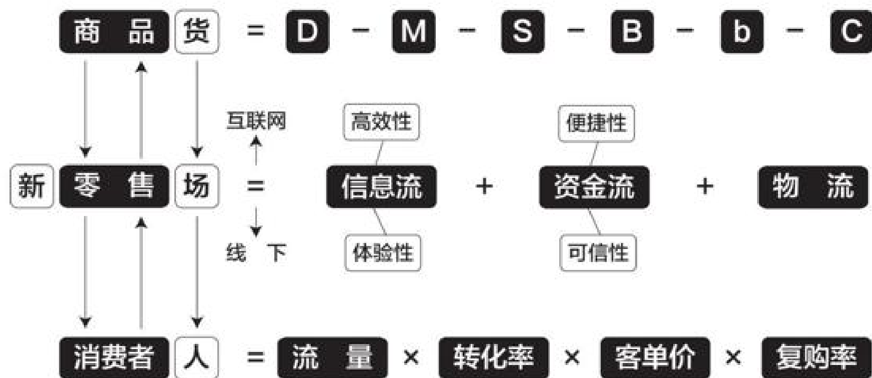


图2—2

新零售：用数据建立新的信用

那么，问题来了，我们能不能把线上的便捷性和线下的可信性结合起来？

当然可以。这就需要用数据为资金流赋能，为便捷性增加可信性。这就是本章的主题：数据赋能。

无法一手交钱，一手交货，导致交易双方互不信任，是可信性问题的根源。那能不能利用新科技，比如大数据，让一方（比如卖方）可以更加信任另一方（比如买方）呢？如果这个信任可以发生在交易之前，那么卖家就可以安心发货，而不用担心买家的信用风险。

2014年伊始，京东推出了“先消费，后给钱”的资金流模式：京东白条。

京东白条，就是用户可以选择最长30天的免息延期付款，或者3~12个月分期付款。京东白条首次公测50个名额，最高1.5万元的授信额度，很快受到消费者青睐。

为什么京东敢先把东西给你用，最多30天后再向你要钱？因为相信你不会不给钱。京东凭什么相信你？因为根据大数据显示，你值得信赖。

首先，如果你想拿到最高1.5万元的“先消费，再给钱”的打白条资

格，起码你去年的消费总额要大于这个数字。另外，你以往的消费频率、总额、类别、单次最高金额等数据，都会成为你能否获得白条资格以及多大额度的标准。然后，京东用它的算法，基于数据，告诉你：我对你的信任值2 000元，或者8 000元，或者1.2万元。

在京东开放白条的一个月后，支付宝跟进了类白条业务，推出花呗、天猫分期，苏宁易购也推出零钱贷等。其实，这些产品的本质相当于“网络虚拟信用卡”，用户可以在买东西时延期支付，如果超出付款期限，则需要支付一定比例的利息。

白条类产品，还受到大学生群体的欢迎。据说京东白条推出后，很多大学生买卷纸都用白条。京东给学生群体的白条额度为3 000~5 000元，要知道，大学生在校期间的个人信用记录目前还没有和个人征信系统接轨，就连银行都不愿意为其提供信用卡服务。但这些大学生仍然可以以消费大数据作为判断标准，成为京东白条的用户。

为什么京东敢这么做？还是因为数据。全面的数据，能够比面试更准确地刻画一个人。被数据赋能的移动支付，在便捷性的基础上，增加了可信性，推动新零售的进化。

除了消费信贷类产品，微信、支付宝还利用大数据推出现金信贷产品“微粒贷”和“借呗”，根据消费者的消费数据进行分析，产生信用模型，并计算出相应的借款额度。在微信的微粒贷和支付宝的借呗上借钱，为什么不需要抵押就让你把钱借走？就是基于大数据计算出来的可信性。

2017年，很多民间现金贷被严厉整治，就是因为大量没有抵押，也没有数据的民间机构，从事风险极高的现金贷业务，结果收不回来钱，只能暴力催收，严重影响社会稳定。

民间现金贷比微信、支付宝的现金信贷中缺了一个“信”字，是问题的核心。而这个“信”字，来自数据赋能。

数据为资金流赋能，其核心就是基于数据产生的信用，提高线上的可信性。如何利用数据提高可信度，支付宝的“芝麻信用”是一个很好的例子。

芝麻信用从身份特质、履约能力、信用历史、人脉关系以及行为偏

好5个维度采集数据，并建立了权重模型。根据这个模型，芝麻信用给出信用好坏的评级：350~550分，较差；550~600分，中等；600~650分，良好；700~950分，极好。

以我自己为例，我的芝麻信用是829分，属于“极好”的范畴。实际上，芝麻信用超过600分，就可以做很多事，比如申请花呗、借呗，还可以在阿里旅行“信用住”的合作酒店享受“零押金”入住服务。

以往，人们入住酒店时都需要去前台办理入住手续，除了扫描身份证，还有一件重要的事就是刷信用卡，以防顾客住了几天之后，没付钱就走了。所以，刷信用卡相当于支付押金，是一个非常重要的环节。

现在，在数据和技术的加持下，如果你的芝麻信用超过600分，你在网上预订一个酒店，就会直接显示房间号，房间门上有二维码，拿手机一刷就可以直接入住。芝麻信用的分数足够高，就足够说服商家相信你不会欠钱。然后，退房也可以通过手机操作，房费会直接从支付宝账户扣走。如果需要发票，还能直接开具电子发票。整个过程都不需要去前台办理相关手续。

在2017年的共享单车大战中，关于押金，一直争议不断。你担心我骑车不还？那就交押金啊。但是，我交了押金，你挪用退不回来怎么办？

于是，小黄车选择和芝麻信用合作。芝麻信用在650分以上的用户，不用支付押金，可以直接把车骑走。

再比如，在阿里旅行的“去啊”电子签证平台，用户的芝麻信用如果高于700分，就可以不用提供在职证明、个人信息表、户口本、身份证复印件等资料。总之，线上的信用度通过数据极大地提高了。

京东白条，阿里巴巴的花呗、借呗、芝麻信用，腾讯的微粒贷等，用数据赋能互联网的资金流，让零售不再必须在便捷性和可信性之间做单选题。

第4节
物流：跨度性vs即得性

未来，互联网信息流的高效性、资金流的便捷性，与线下信息流的体验性、资金流的可信性，仍然会不断博弈。最终谁主沉浮，现在还不能下定论。因为零售这个“场”中，还有一个要素在快速演化，那就是物流。

物流在互联网和线下，也有明显的区别吗？当然有。互联网的“跨度性”和线下的“即得性”，正在进行激烈的对抗和合作。衡量跨度性物流，最重要的指标是快；衡量即得性物流，最重要的指标是近。一场“快vs近”的竞争与合作，硝烟绝不亚于好莱坞大片。

互联网：全世界的好东西，向你飞奔而来

无论你是去超市买东西，还是去商场，去任何一个线下的零售业态，都是人在移动接近商品。按照物流的方向划分，我们称其为“人找货”：货离你尽量近后，等着你去找它。

人找货有一个缺点，受距离的限制较大。一个人的生活半径有限，能找到的货，永远是极少的。人们之所以感叹万能的淘宝没有买不到，只有想不到，就是因为在现实生活的活动半径中，接触不到多少货。

进入电商时代后，人找货变成了货找人。你在网上下单后，坐在家里等货，货移动着来找你。

人的活动半径有限，一般几公里，最多半个城市；但是货不一样，可以跨过半个地球来找你，它的活动半径就是地球的半径。这是互联网电商在物流方面带给我们的改变，它实现了跨度性。

2017年国庆节期间，我带领40位中国企业家、创业者在德国参访工业4.0，其间的一些小故事让我感触深刻。

有一位做跨境电商的创业者，分享了他的经历。

在英国留学时，有一次，他笔记本电脑的网卡坏了，于是想买一个网卡上的小天线配件。他在eBay英国分站上找到了这款小天线，但要20欧元一个。作为穷学生，他觉得实在太贵了。于是，他上淘宝搜了一下，同样的小天线，居然只卖5元人民币！这还是零售的价格，如果一次性批发10个，只要5角钱一个。

信息流的高效性让他认识到，很多商品的价格在全球范围内存在巨大的套利空间。在过去，是由国际贸易商来填补这个沟壑，获取利润。但是现在，有了互联网，这些沟壑就被直接暴露在每个互联网用户面前，有商业嗅觉的人就从中找到了商机。

他从淘宝上批发了一批天线，通过各种国际物流转运到手，在英国的eBay上销售，在很短的时间内赚了十几万元。从此，他开始做跨境电商生意。以前之所以有价格差存在，是因为信息不对称，物流不发达，一旦物流足够发达，跨度足够大之后，就可以基本消灭信息不对称带来的中间价差。

今天，拜互联网电商的物流跨度性所赐，他获得了丰厚的收益。

在互联网电商高度发达的当下，全世界各个地方的“货”向“人”飞奔而来，人们可以足不出户，买到全球任何地方的商品。比如，美国产的翻页笔，可以卖到中国来；中国的淘宝上有非常便宜好用的天线，也可以卖到英国去。物流代替人在流动，从而使跨度性极大地增强。

人找货，活动的范围有限，但如果变成货找人，就会出现一种新情况：全世界的货物都可以奔向你，价格也会被拉平。这就是互联网电商物流的跨度性优势。

线下：我马上想要，就要立刻拿到

但是，线下就没有优势了吗？恰恰相反，线下物流，依然是传统零售在“三流”中最大的优势，因为它拥有一种电商物流做梦都想要的能力，那就是“即得性”。

什么叫即得性？

吃完晚饭，你到楼下散步。胃很胀，你突然很想喝一杯酸奶。请问，这个时候，你会去1号店或者天猫超市买这瓶酸奶吗？肯定不会，因为1号店的酸奶要克服跨度性向你飞奔而来，再快也要第二天早上才能送到你家。

这种情况下，你最有可能去你家小区附近的便利店买。因为你马上想要，就要立刻拿到。即使便利店的酸奶没有大超市、电商平台便宜，你仍然会买。此时，便利店就提供了一个非常稀缺的独特性：即得性。

即得性，就是即刻获得的特性，这是今天的互联网电商仍然不具备的。

有些商品的即得性很重要，你回家时突然想吃某种水果，想买一束鲜花，你会在家附近的商店买；你在家里做饭，突然发现没有盐了，就会赶紧去楼下便利店买。此外，有些紧急情况也需要商品的即得性。比如，参加一个重要会议，忘记带皮鞋或者领带，这时你会就近找一家商场，火速选购，而非在淘宝上下单；突然感冒，头疼嗓子疼，发现家里的感冒药没了，这时你会找附近的药店买药，而不是上网买：美国有种感冒药挺好，看看这个星期是不是能寄到。

不过，有些商品的即得性就弱很多。如果你想买个冰箱，或者买台电视，但并不需要它立刻出现在你家，等几天也是可以接受的。这时，你更关注商品是否最适合。利用跨度性，在全国，甚至全球范围内挑一个最好、最适合自己的产品，损失一些即得性也没关系。

那么，是不是所有线下零售，都具有即得性优势呢？

并不是。既然“我马上想要，就要立刻拿到”，那么，当然离人越近的地方，越有即得性优势。如果要去5公里之外的商圈，比如沃尔玛、家乐福、万达、苏宁，或者更远的汽车4S（集整车销售、零配件、售后服务和信息反馈四位一体的汽车信息服务）店买东西，就不会获得即得性。你要么开车，要么坐公交车去，来回至少1小时在路上。没有即得性优势的线下零售，面对互联网跨度性的冲击，就很难经营。比如，最近几年，离居住区较远的大型超市越来越难经营。

据统计，2012年沃尔玛在华关闭5家门店，2013年关闭15家，2014年关闭25家，2015年关闭1家，2016年关闭13家。

不仅是沃尔玛，其他大型零售企业的日子也不好过，有数据显示，在2013—2014年两年内，家乐福关闭门店约25家，2016年华润万家上百家店铺关门。永辉超市在零售业低谷期持续跑马圈地开新店，但在2015年前三季度也关闭了7家门店，损失超过5 000万元。2017年8月，家乐福发布盈利预警，中国业务销售额在当年上半年同比下降6%，而且萎缩的趋势至今没有扭转。

那什么样的线下零售，才更能发挥即得性优势呢？离你更近的，离你家小区不到1公里的“社区”。社区里最主要的业态是什么？便利店。

与大型商超深陷泥潭相对应的，是便利店依然不错的生意。这是因为便利店提供了即得性。所以，越来越多零售巨头开始进军便利店。从2014年开始，一直在中国耕耘大型超市的家乐福，也把其便利店“easy家乐福”引入中国，重点布局。

一系列标志性事件发生在2017年：去哪儿创始人庄辰超创立便利店品牌便利蜂，半年多时间就布局上百家门店；武汉便利店品牌Today（今天便利店）获得信中利资本集团领投的B轮融资；深耕北京市场15年的便利店龙头品牌好邻居被全资收购；零售集团永辉超市入股中国首家便利店上市公司红旗连锁。《2017年线下零售生态报告》的一组数据显示，2016年便利店店面数量较前一年增长9%。

互联网的跨度性，带来了“全”；线下的即得性，带来了“快”。（见图2—3）传统零售不能继续自大，但也完全不用自卑。线下即得性的优势，值得传统零售长舒一口气，放下心中的石头。但是，不要忘了即得性在线下，是通过“近”来实现的。

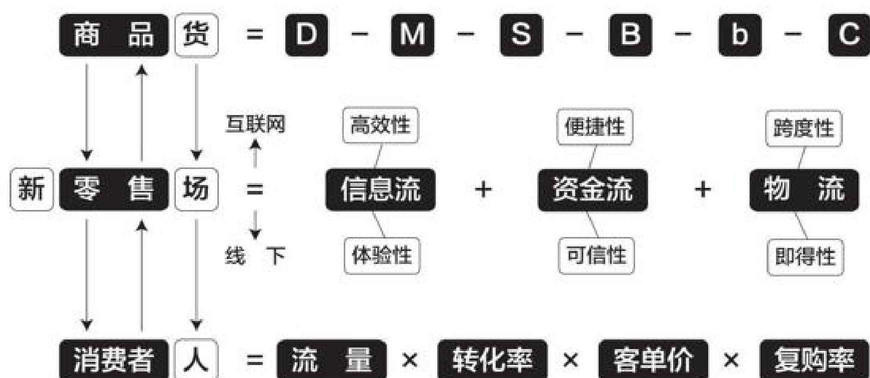


图2—3

新零售：大数据让“快”和“近”殊途同归

互联网电商“货找人”的物流体系，与线下零售“人找货”的开店逻辑，一直在博弈，它们在速度和距离之间，进行着一场至今未分出胜负的较量。这场较量摩擦出的每一个火花，都是新零售的星星之火。

想象一下，如果你在做饭的时候，突然想用镇江的醋，或者日本的酱油，而且是立刻就要用该怎么办？

这时你一定会想，要是互联网的跨度性和线下的即得性可以兼得就好了。怎么做呢？从商业的角度来说，有两个办法：

1.让线下商品离你更近，越近越有即得性。如果能更智慧地安排库存，把我想买的商品，放在离我最近的地方就好了。

2.让互联网的物流更快。互联网的跨度性，让你可以买到几乎任何产品，但终究有时差。如果能增加物流速度，用快来对冲距离就好了。

让线下商品离你更近，或者让互联网的物流更快，都是新零售的机会。具体怎么做呢？

首先，如何让线下商品离你更近？用大数据赋能现代物流，通过预测用户的购买行为，在你下单之前就提前备好库存，把商品放在离你更近的地方。

每年的双十一都是一场物流的阅兵式。菜鸟网络CEO童文红这样描述双十一物流配送大战：

> 双十一物流背后，其实是一场数据的战争，是数据的指挥枢纽。

童文红没有夸大其词。依靠强大的数据系统，在双十一前3个月，菜鸟网络就准确地预测每家快递公司在全国每一条线路上的包裹量，帮助快递公司做到“兵马未动，粮草先行”。

你在双十一买过东西吗？你有没有在双十一之前，提前把要买的东西放入购物车，然后等双十一的零点零分一起下单？你想过为什么阿里巴巴强烈建议你把商品先放入购物车吗？

根据全国人民淘宝购物车里的数据，阿里巴巴就可以预测，大概中国人会买哪些东西，送到哪里去。这些数据虽然不是最终数据，但也八九不离十。利用这些数据赋能物流和仓储，双十一前的三个月，整个中国的物流业就已经开始动起来了。

商品被放到了离你最近的地方，等着你下单，速度当然快。

菜鸟双十一物流报告显示，从签收时间看，2013年双十一签收1亿包裹用了9天，2014年用了6天，2015年提速到了4天，2016年则进一步提速，用了3.5天，2017年仅用2.8天。

京东在“让线下商品离你更近”这件事上，也不遗余力。

刘强东在接受央视记者陈伟鸿采访时表示，2016年“618购物节”，一个消费者买了部手机，从下单到配送员敲响消费者的家门，只用了7分钟。7分钟，不可能吧？出库都来不及。其实这就是数据的魔力。京东通过大数据，分析各片区主流单品的销量需求，预测到这栋楼里可能会有人买这部手机。在这个消费者下单前，商品就已经提前运输配送到该区域站点，放在离他更近的地方。当消费者下单后，快递员马上配送，所以只花了7分钟。

千万不要以为预测式购物只是一个噱头。亚马逊早在2013年12月就获得了“预测式出货”（anticipatory shipping）的专利。在专利文件中，亚马逊表示，目前影响人们进行网上购物的一大障碍，就是商品配送的时间太长。

通过这项专利，亚马逊会对消费者之前的订单、商品搜索记录、愿望清单、购物车，甚至包括用户的鼠标在某件商品上悬停的时间进行分析，进而在消费者下单前，将他们可能购买的商品配送到距离最近的快递仓库，“让线下商品离你更近”，一旦消费者按下购买的确认按钮，商品就能以最快的速度被送到家门口。亚马逊的愿景是，某一天一本新书刚出版，有购买意愿的读者在当天就能下单，并且在购买当日收到货。

这听上去很疯狂。不过，预测式购物的鼻祖，可能要追溯到台湾

的“经营之神”——台塑集团创始人王永庆。

20世纪30年代，王永庆的事业是从开米店做起的。为了和隔壁日本米店竞争，王永庆颇费了一番心思。

王永庆主打送货上门服务，但他并非只是简单地把米袋子放到顾客家门口，他会帮顾客将米倒进米缸里，如果米缸里还有米，他就将旧米倒出来，把米缸刷干净吹干，然后将新米倒进去，将旧米放在上层。这样，旧米就不至于因陈放过久而变质。

然后，王永庆会掏出一个小本子，默默记录下顾客家有多少旧米，这次运来多少新米，再数数顾客家里有几口人。这样，他就能大概推测出顾客家的米什么时候吃完，下次送货时就直接扛着大米去，不用提前问。顾客一开门看见有人送米，发现自己家的米确实要吃完了，当然不会让他把米背回去。

王永庆之所以能做到精准预测，是因为他掌握了顾客的消费“数据”，只不过他是通过自己记录的小本子实现“数据赋能”的。而现在的电商平台则先进得多，除了收集消费者在其网站上的搜索和购买行为之外，还收集许多其他信息数据，包括社交媒体的内容、线下的购物行为数据等。它不仅知道我们买什么，还知道我们什么时候去商店，经常购物的地点、付款方式等。但从本质上来说，今天亚马逊、阿里巴巴、京东所做的，就是把王永庆的小本子用高科技升级了。

然后，如何让互联网的物流更快？亚马逊、京东等公司为此推出一项新服务：无人机送货。

无人机送货这一想法最初来自亚马逊CEO杰夫·贝佐斯。2013年12月1日，在美国CBS（哥伦比亚广播公司）访谈节目《60分钟》中，贝佐斯透露了一个看似疯狂的计划，亚马逊未来将不再通过UPS（联合包裹速递服务公司）和联邦快递送货，而是使用八旋翼无人机向客户运送快递。对此持怀疑态度的人将其视为宣传噱头。

事实上，亚马逊Prime Air无人机项目并非噱头，贝佐斯也非常认真地对待这一项目。2015年，亚马逊在英国剑桥附近进行无人机飞行测试。2016年12月6日，亚马逊无人机进行首次送货，一位客户下了订单（一包咸甜口味的爆米花和Fire TV电视盒子），13分钟后，包裹送到了客户的花园里。

在电子商务比美国还要发达的中国，互联网公司当然不会放弃这一提升配送速度的绝佳机会。

2016年6月，京东在江苏宿迁送出无人机配送试运营的第一单。京东无人机从宿迁市曹集乡天同庵村居委会起飞，降落地为曹集乡孙庄村的京东推广员站点，直线距离5公里，单程约10分钟。此次试运营共展示了3款无人机，载重从10公斤到15公斤不等。

2017年2月，京东与陕西省政府签署战略合作协议，双方将联手打造全球首个300公里半径低空无人机通航物流网，通过无人机来送递网购包裹。按照规划，双方将在陕西省建设100个无人机机场，京东则利用载重量数吨、飞行半径300公里以上的中大型无人机，合力打造低空无人机通用航空物流网络，实现陕西省全域覆盖。

国内同样对无人机感兴趣的还有物流巨头顺丰。2013年，顺丰就已经开始测试无人机送递包裹。在国外，快递巨头UPS也在尝试找到物流无人机的应用场景。2016年9月，UPS利用无人机将哮喘吸入器送往一个小岛，飞行距离约5公里，时长仅8分钟，而同期进行的乘船上岛测试耗时大约30分钟。

就连物流行业的国字号——中国邮政也开始使用无人机快递，试图降低从镇到村的人力成本。2016年4月，中国邮政与迅蚁无人机物流公司达成合作。5个月后，浙江安吉坑垓镇成为首个试点区域。

为了提升物流的“快”，电商的探索并不会止步。2017年的“618购物节”，京东在中国人民大学等校园推出无人送货车；京东和阿里巴巴的部分仓库，已经实现机器人分拣、搬运货物；阿里巴巴更是提出了“国内24小时，全球72小时”物流必达的战略。

库存更近，物流更快。通过数据赋能，这两者正在殊途同归，合而为一，成为新零售最坚实的基石。

第5节
天猫小店：大数据助力线下零售

数据赋能零售，还有哪些方式？

2017年8月28日，阿里巴巴旗下零售通宣布，第一家专注服务社区的天猫小店——维军超市在杭州正式运营。

在中国，有一种非常传统的商业模式叫“小卖部”，一般是开在小区附近的夫妻小店，销售的产品以烟酒糖茶油盐酱醋为主，为街坊邻居提供便利的同时，赚点小钱。最近几年，小卖部陆续受到大型商超、电商、连锁便利店的“排挤”，人们购物习惯的不断改变，让小卖部的日子越发不好过。除了赚点零售差价外，有些小卖部不得不靠收取挂牌费赚钱，在牌匾上印品牌商标。

小卖部的第一波竞争对手是沃尔玛、家乐福等仓储型超市，这些外资超市进入中国后，拉低了很多消费品的价格，很多人习惯趁节假日集中去超市囤一大批日用品，从而抢走小卖部很大一批客源。

而电子商务的兴起，在一定程度上抢了大型商超的买卖。新一代相对年轻的主流消费人群，消费行为越来越趋于随机和碎片化，年轻人很少有计划性地进行提前囤货，即使出于低价考虑，一次性大量囤货也会选择送货上门的网购渠道。

所以，相对来说，小卖部的供应链效率低，层层批发后，价格比超市、网上贵很多，在品质控制方面也没有大型超市做得好，商品质量参差不齐，品类也不全。消费者不到迫不得已要购买一些急用的必需品，很少会光临小卖部。

“近”几乎是小卖部唯一的优势，然而，这个优势也逐渐被“集团军作战”的7—11、好邻居、全家等连锁便利店取代了。

首先，连锁便利店有品牌优势。当一个连锁便利店在全国扩张到1 000家、2 000家，甚至上万家时，它就能实现统一的店面设计、管理，

集中采购，把控品质，提供良好的购物环境及体验。

其次，连锁便利店打通了供应链，能做到一定程度上的选品优化。假如某连锁便利店整个供应链体系有7 000个SKU（stock keeping unit，即库存量单位，可以简单地理解为商品的品种数），它可以根据店面所处位置，挑选700个最适合在这个地方销售的品种上架。如果经过一段时间验证，发现销量不好，它可以在7 000个SKU中，再选出其他产品进一步优化。此外，日资便利店提供的那些自主研发的鲜食产品（饭团、关东煮、盖饭等）的毛利率能达到40%~50%，也吸引了一大批年轻顾客。

所以，游兵散勇的小卖部，怎么和连锁便利店的集团军作战？小卖部连距离上的优势也几乎丧失了。据报道，连锁便利店的渗透率，已从2015年的32%上升至2016年的38%。

阿里巴巴的天猫小店，能够帮到这些小卖部吗？

千店千面，精准匹配社区消费群体

天猫小店试图改造在消费者住所附近100~500米范围内的传统夫妻店。第一家被阿里巴巴改造的“维军超市”，就是一个已经经营8年的传统夫妻店。

阿里巴巴是怎么做的呢？

针对这些小卖部，阿里巴巴与许多优质供应商合作，推出一站式进货平台零售通，这些小店可以在零售通上订货，然后由天猫统一配送。所以，第一步，阿里巴巴先帮这些小店打造出一个供应链体系。这个供应链体系的规模，可能未必比7—11小。

然后，阿里巴巴依靠其强大的数据能力，对店铺周边的人群画像。

在这家天猫小店附近的居民，过去有没有在淘宝、天猫上买过东西？多半买过。那么，阿里巴巴就可以根据这些消费数据来计算最适合在这家店销售的商品。这就是大数据选品。

其实，像7—11这样的连锁品牌也能够做到商品的本地优化，比

如，在北方主卖面食，南方主卖大米。但天猫小店的大数据选品更加精准，它会根据每个店铺的店面大小、老板年龄、资金状况，以及方圆一公里内消费群体构成，结合淘系数据，计算出什么样的商品最适合这家超市和社区。

举个例子。阿里巴巴发现，某个天猫小店附近不少居民以前在网上买过狗粮，那这家店附近的居民多半养宠物，于是，该天猫小店就会推荐店主卖宠物粮、宠物用品，甚至具体到社区居民喜欢的品牌和规格。同理，如果小区居民中婴儿或小孩儿较多，就推荐店主卖奶粉、尿片以及儿童玩具等。

这一点是其他任何连锁便利店品牌都无法做到的事。要知道，7—11是在有限的供应链体系里选品，而天猫小店则是在阿里巴巴的整个电商平台选品，SKU自然要多很多倍。7—11不了解这个小区的消费者过去几年都买了哪些东西、每天都购买什么商品，阿里巴巴的大数据却清楚明白，能够做到更精准的匹配。

基于多年积累的零售数据，阿里巴巴发现，每个消费人群在不同类目中会有清晰的品牌和品质指向。在仔细分析消费人群和消费商品后，不同于传统便利店加盟打造统一品牌，天猫小店可以做到真正意义上的“千店千面”。

便利店，大体量“流量收集器”

天猫小店还会让便利店真正回归到便利店的本质——你家的二级库存。

一级库存，就是你家。为了补足一级库存，你可以提前从几公里外的大型超市购买，也可以以较低的价格在网上购买，在家里备一些存货。

但是家里的面积毕竟有限，你不想在家里放太多东西。于是，在存货突然用完，需要急用、快速补充的时候，就去附近的便利店买。便利店就是你家的二级库存。

为什么阿里巴巴要进军社区，从互联网空降线下重新打一次零售

战？

我们在上一节里讲到线下的即得性优势，社区小卖部的优势，就是它离消费者足够近，有机会对冲掉电商物流的劣势。因此，在互联网越来越发达的今天，一个特别重要的商业地盘就是社区，因为近意味着即得性，意味着巨大的流量来源。

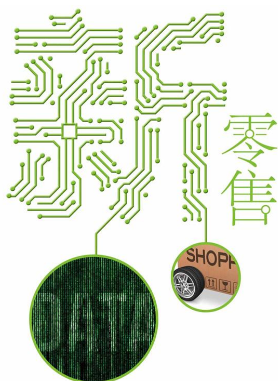
无论你的小店开在什么地方，都会有一定的自然人流，小店就是一个流量收集器。据统计，全国共有660万家社区超市小店（传统的夫妻店）。阿里巴巴集团副总裁、零售通事业部总经理林小海曾道出天猫小店的体量和前景：

> 一家小店一个月有1 000个顾客，600万家小店，这个流量相当于6亿。而且这6亿流量接触的是老人、孩子，是电商接触不到的人群。

阿里巴巴当然不愿意放弃这么大体量的“流量收集器”。通过线上数据赋能，被阿里巴巴武装过的流量收集器——天猫小店，比7—11等连锁便利店更高效，它让小店每一平方米的销售额提高，货卖得快，周转率自然也高。据报道，位于成都的一家天猫小店，改造完成后，其销售额环比提高了45%。目前，天猫小店预计在阿里巴巴2018财年之内（截至2018年3月底）将突破1万家。

互联网的数据为线下赋能，提高效率；而线下小店，为互联网带来新的流量，增加用户。所以，互联网从来不代表新零售，线下更不代表，只有用数据赋能、线上线下结合的零售，才是新零售。

第三章
坪效革命：
从“人”的角度理解新零售



零售，就是连接“人”与“货”的“场”。讲完“场”中新技术推动的信息流、资金流、物流的万千新组合所带来的新零售机遇，我们再从“人”的角度，来找提高零售效率的机会。

人（即消费者）对零售意味着什么？一切商业活动的起点，是消费者获益，零售当然也不例外。人，对于零售来说，是起点。人（消费者）通过场（商场、超市、便利店、电商等），与货（商品）产生联系。每个活生生的消费者，来到商业中心，都是带着不同的背景、诉求、情绪和消费能力来的。尽管如此，我们还是可以用一套基本逻辑，来理解这看似不同的一切。

这套逻辑，就是“销售漏斗公式”。

第1节
销售漏斗公式

前面讲过，一切零售形态都可以用销售漏斗公式来表示。

销售额＝流量×转化率×客单价×复购率

这个公式用的是电商的语言体系，和传统零售不完全一样。先来解释这几个概念。

流量，就是有多少人进店，线下称之为人流、客流。人流量大的店面，叫作旺铺。

转化率，就是进店的人，最终有多少买了东西。线下称之为成交率。

客单价，就是一个客人一次花了多少钱，买了多少东西。买得越多，价值越高。

复购率，就是这个客人走了，下次还来的可能性有多大。线下称之为回头客。

这几个概念，对互联网电商和线下零售都很重要。可是把它们相乘，是什么意思呢？

你可以把零售行为想象成一个漏斗，上面入口大，下面出口小。人（消费者）从漏斗的上方进入，与场（专卖店、淘宝店等零售业态）进行接触。消费者一旦接触了场，就被称为“流量”，即一个人流进了销售漏斗。

进店的人中，最终会买东西的，一定有一个比率。这时漏斗就收紧了，从潜在顾客到真实顾客，这一收紧的环节即“转化率”。

真实顾客中，也有买多买少的差别。漏斗再次收紧，这是“客单

价”。买完后，一定有人再也不来了，回头客进一步减少，这是“复购率”。

通过“销售漏斗公式”示意图（见图3—1），可以有较为直观的感受。

显而易见，销售额＝流量×转化率×客单价×复购率，这个公式右边乘出来的数字，当然越大越好。

不过，销售漏斗公式可以用来衡量销售额，却无法衡量“销售的效率”。

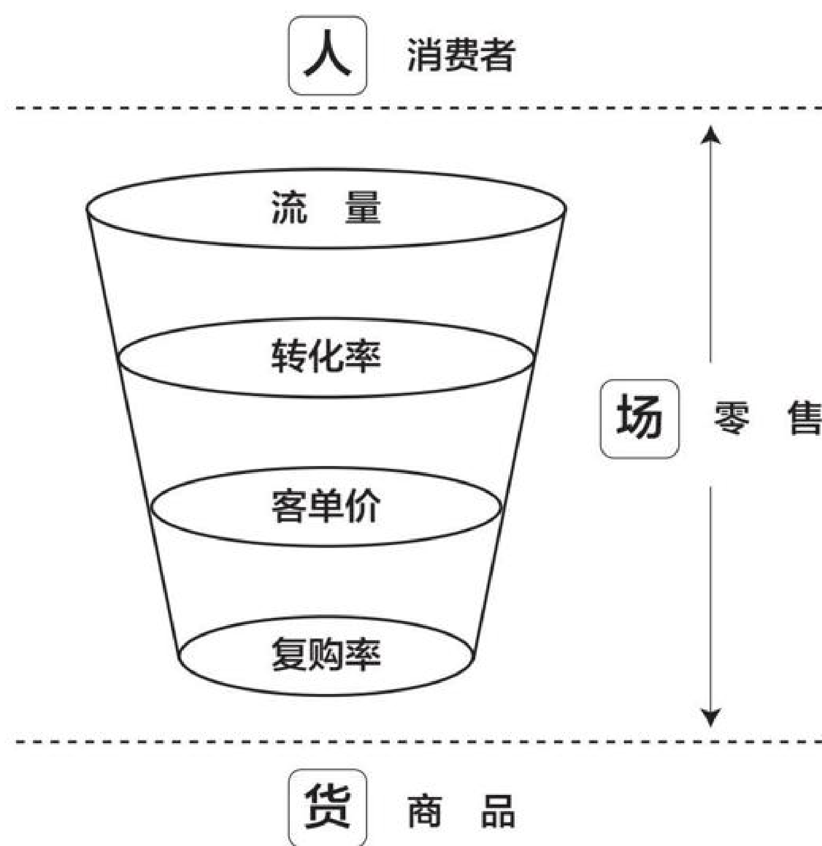


图3—1

比如，1 000个人销售额1 000万元，和100个人销售额1 000万元，效率显然不同，相差10倍；1 000平方米店面销售额1 000万元，和100

平方米店面销售额1 000万元，效率也显然不同，相差10倍。

如何衡量销售的效率呢？根据成本结构的不同，我们通常会用“人效”或者“坪效”来衡量。

互联网公司因成本结构和员工人数基本正相关，所以非常重视人效，即每个员工创造的年收入。互联网公司的销售漏斗公式就变为：

人效＝（流量×转化率×客单价×复购率）/人数

线下零售的成本结构和店铺面积基本正相关。在线下，每家店的面积都不相同，有的200平方米，有的500平方米。这很重要，因为店铺面积在很大程度上决定了运营成本。均摊到每平方米店铺面积上的销售额，才真正体现一家店的销售能力。每平方米的年销售额，有个专业名称：坪效，即每平方米面积创造的年收入。

坪效＝（流量×转化率×客单价×复购率）/店铺面积

在全球零售实体店中，苹果零售店的坪效最高。2017年7月，来自调研公司eMarketer和CoStar的报告称，苹果零售店平均每平方英尺可以为苹果带来5 546美元的销售额。

由于行业属性不一，坪效自然会相差很多。数据显示，在食品行业，主营酸奶冰激凌的Reis & Irvy’s每平方英尺年销售额为3 970美元；加油站便利店Murphy USA为3 721美元；珠宝品牌蒂芙尼（Tiffany）为2 951美元；服饰零售商中排名靠前的是瑜伽户外品牌Lululemon Athletica，坪效为1 560美元。

1平方米约等于10.7639平方英尺，彼时，1美元大概相当于6.7362元人民币。这样计算，苹果门店的坪效差不多是40.21万元/平方米，Reis & Irvy’s是28.78万元/平方米，Murphy USA是26.98万元/平方米，蒂芙尼是21.39万元/平方米。这些是全球表现最好的零售实体店，大部分线下零售店的坪效远远小于它们。不过，从这些数据足以看出，坪效对线下零售的重要性。

从销售效率角度来看，在线下，经常会出现无论怎么努力，每平方

米创造的年收入都提高不了，甚至无法抵消该平方米的租金的情况。这就是所谓的“坪效极限，不够租金底线”，说明当下的业态不该出现在这里。线下不同的地段，养不同的业态，层次分明。

比如，把小区门口的菜市场开到上海的恒隆广场试试？必死无疑。一个月赚的钱，不够一天的租金；把恒隆广场的蒂芙尼专卖店，开到小区门口呢？也必死无疑。一个月的客人，不如恒隆广场一天的多。在过去，菜市场就要开在小区门口，蒂芙尼就要开在恒隆广场。

可以说，坪效极限制约了传统线下零售的想象力。

在新科技（比如互联网、大数据、人工智能等）突飞猛进的今天，有没有办法利用创新技术提高坪效，甚至发动一场“坪效革命”，以突破传统的坪效极限呢？

用传统的方法，尽量接近坪效极限，这需要用户思维和产品思维；但要突破，甚至大大突破坪效极限，唯有依靠交易结构思维，用时代赋予的高效率工具才能做到。

怎么做？

既然销售漏斗公式是四个要素相乘，那就从这四个要素上分别想办法。

流量：一切与消费者的触点

任何一种零售都必须有与消费者的触点。没有触点，就构不成“场”，无法把人与货连接起来。这个触点，可能是用户走进专卖店的门；可能是磨刀摊贩在街上吆喝，被用户叫住；可能是用户访问了天猫店，打开了商品详情页；可能是微信公众号文章被看到，里面推荐的商品被知晓；可能是建立一个呼叫中心，打电话向用户推荐产品；可能是专门拜访客户，在其写字楼下，打电话说“我正好路过，上来看看你”等。

所有这些都是触点，也是销售漏斗被触发的地方。每一个从触点进入销售漏斗的人，都被称为流量。

所以，想要进入新零售，传统线下零售企业需要做的第一件事情，就是用“流量思维”取代“旺铺思维”，深刻理解所谓“旺铺”，只不过是某个特定历史阶段，由于某些特殊原因而形成的流量汇聚的地方。流量如水，来来去去。消费者去哪里，流量就到哪里；流量到哪里，我们就应该去哪里建立自己的场，架起自己的销售漏斗，让人流向自己的场，购买自己的货。

“旺铺思维”是坐在那里，等着消费者来；“流量思维”是用户在哪里，就跑到哪里去。

科技的进步创造了哪些过去不容易做到，如今却可以实现的新触点，让我们去收集新流量呢？网约车是其中之一。

2017年12月，车载便利店“魔急便”获得由金沙江创投领投的1 250万元天使轮融资。魔急便在滴滴网约车里建立了新零售的场，搭建自己的销售漏斗，收集流量。乘客上车后，通过扫描二维码，可以购买车座椅背和座位间盒子内的商品，包括饮料、食品、日用品和应急品等。

魔急便的模式，其实并非首创。2017年夏，美国创业公司Cargo就和美国的网约车Uber合作，推出了同样的模式。

讨论魔急便能否成功，为时尚早。但是，为什么这种显而易见的触点——流量来源，以前没有人利用呢？因为条件不具备。没有移动互联网之前，资金流的问题无法解决，通过用户、司机、出租车公司，再到零售企业，路径太长，无法管理。但是互联网带来的资金流的便捷性，让用户扫码就能付款，资金流效率提高，触点的商业价值大增。

利用互联网带来的资金流的便捷性，满世界找新流量的，不仅有魔急便，还有猩便利。

2017年6月，猩便利在上海成立，9月便完成1亿元的天使轮投资，11月又拿到3.8亿元的A1轮投资。几个月内拿这么多钱，做什么呢？

在办公室部署无人货架。

办公室，显然是一个流量密集的地方。过去，办公室白领想买点零食，要去楼下的便利店；如今，猩便利把无人货架和零食直接放到办公室里。

讨论猩便利的成功或失败，也为时尚早。但是，我们要理解它的商业逻辑——把触点伸到办公室，收集流量，引入自己的销售漏斗。之所以能这样做，也是拜互联网带来的资金流的便捷性所赐。

现在街上出现的那些自动售货机算不算收集流量的新触点呢？

卖可乐和巧克力的自动售货机，早就不是新鲜事物了，可能连“旧零售”都算不上。但是，最近街头出现了很多奇葩的“新物种”。

比如，自动煮咖啡的咖啡机。这个不奇葩？那自动榨橙汁的橙汁机呢？五个橙子榨一杯，还不奇葩？那自动现煮乌冬面的煮面机呢？这可不是泡方便面，是真的煮一碗面。

这些尝试，如雨后春笋，很可能大部分都不会成功，但它们都是探索“收集流量的新触点”道路上的排头兵。一旦被验证成功，某个传统的零售模式就会显得效率低下，从而陷入困境。

转化率：提高转化率，找对社群很重要

想尽办法，找了更多、更有效和更便宜的流量后，如何提高转化率？

传统线下零售对这一点的研究，其实不少：销售员的察言观色，对消费者心理的把握，店铺的装修风格，甚至颜色、声音、气味等。只是，他们不称其为“转化率”，而叫作“成交率”。就这一点而言，新零售未必一定比旧零售做得好，大家的基本理论是一致的。

如果说互联网赋予了我们不一样的新零售方法论，那么“社群经济”可能是个重大的差别。

什么是社群经济？

从2016年9月开始，我和罗辑思维的罗振宇有一个合作，在得到App上推出《刘润·5分钟商学院》专栏。第一季（基础篇）已经结束，第二季（实战篇）正在进行中。

2016年4月，罗振宇邀请我在得到App上开专栏，我拒绝了。我是

非常敬佩他的，过去四年的每一天，他都坚持录60秒音频。这件事看起来容易，做起来却非常难。一天不落地做一个星期没有什么问题，但四年里一天不落绝非易事。而且他有强迫症，每天都是60秒整，哪怕是59秒，都过不了他自己那一关。

当罗振宇问我，能不能在一个为期一年、收费199元的订阅专栏里，每天聊5分钟时，我觉得这件事太恐怖了，办不到。第一，我知道这背后的付出，绝对不是5分钟，而是难以想象的坚持；第二，难以想象的坚持，才收199元？这事没法干啊。

罗振宇花了几个月时间把我说服了。开设专栏后，我万万没有想到，一年结束时，在得到App上一共有14万份订阅。

14万份！这个专栏一年创造了将近2 800万元人民币的收入。今天，第一季、第二季加在一起，早已超过20万份订阅。

做了这件事之后，有很多人跟我说："你自己也搞一个呗，干吗要跟他合作，还要跟他分钱。"

如果我自己做一个类似的专栏，也能有14万份订阅吗？答案是不一定。《刘润·5分钟商学院》之所以能有14万份订阅，除了我的产品因素外，还因为罗辑思维多年来积累了1 000多万用户，而且这些用户有一点共性：求知好学。

在这一特性之下，如果卖面膜，真不一定卖得好，转化率可能只是平均水平。但是卖知识产品，转化率就会非常好。

这就是我们常说的社群经济。在互联网时代，一群有共同兴趣、认知、价值观的用户更容易抱团，形成群蜂效应，在一起互动、交流、协作、感染的过程中，对产品品牌本身产生反哺的价值关系。在一个巨大的社群里，销售与本社群共性精准匹配的产品，其转化率会前所未有地高。

客单价：更透析数据，更洞察用户

有了流量和转化率，如何让零售的价值进一步提高？下一步努力的方向就是"客单价"。什么是客单价？就是一个消费者在一个商家一次能

买多少东西。买得越多，客单价就越高。

提高客单价的传统方法，是“连带率”。

有一个关于“世界商店”的经典段子：某位先生的太太周末要出差，他去商店给太太买旅行箱。服务员对他说，周末太太不在家，你应该挺无聊的，要不要考虑去度假钓鱼？我们这里有鱼钩卖，大中小号都有。恰好他觉得周末没事干，服务员的建议不错，就买了鱼钩。服务员又介绍说，我们这里还有配套的鱼线。这位先生买完鱼线后，服务员又接着介绍说，我们这里还有橡皮艇，还有皮卡，你可以直接开着皮卡，带上全套装备，去你喜欢的地方垂钓。最终，这位先生因为他太太要出差这件事，从这家店里买了鱼钩、鱼线，甚至还买了钓鱼用的橡皮艇和皮卡。

这虽然是个段子，但其逻辑就是连带率。

互联网时代还要靠巧舌如簧来提高连带率吗？靠这样提高连带率，永远也“革”不了传统线下零售坪效极限的命吧？

今天，提高连带率有了一种新的工具：大数据。

在当当网上买书，准备下单时，页面上通常会显示网站的推荐：买了这本书的人，也买过那本书。这就是依靠大数据获得的连带率。现在天猫、淘宝以及京东也在利用大数据，向用户推荐他们感兴趣的信息和相关产品，试图通过个性化推荐的方式提高连带率。比如，我在淘宝买了一个修理路由器的小工具，这几天手机淘宝的首页推荐都是相关产品；如果买了一副跳绳，推荐的就是与跳绳相关的其他运动产品。

为了提高连带率，互联网公司不但用大数据，连人工智能都用上了。

2017年，阿里巴巴发布了人工智能设计师“鲁班”，它可以根据用户喜欢的商品，比如电动工具，自动设计与之相关的广告图片。在2017年双十一期间，鲁班系统累计自动制作了1.7亿张设计图，在以前这需要100位设计师不吃不喝连续工作300年。

有了大数据的精准推荐，加上人工智能的美观展示，消费者购物时的连带率当然会进一步提升。

此外，还有一些以销售轻奢、潮牌、设计师品牌为主的时尚穿搭电商平台，除了推出购物App之外，还开发了搭配师专门使用的App，进行服装搭配方案的设计。这些搭配师全部是专业设计人士或者时尚编辑、艺人造型指导师等，他们会定期提供不同的搭配方案。这些搭配策略吸引了不少女性甚至男性消费者，有的男性顾客的最高客单价达10万元。

举个例子，北京有家创业公司“零时尚”，在社区里开了不少女装店。我在《商业评论》杂志上写过这个案例，在《5分钟商学院·基础篇》中也讲过。这家公司做得不错，发展迅速，但也遇到了“流量天花板”，怎么办？

寻找新流量，提高转化率，增加客单价。

零时尚的目标流量，也就是社区里的女性消费者，她们到底分布在哪儿呢？除了服装店，她们还在美发店、便利店和美容院。那就和这些异业结成联盟，把它们的流量收集起来。于是，零时尚与美容院合作，创造了一种叫作“蝶衣Box”的商业模式。

这就是“寻找新流量”。

美容院的员工与顾客有充分的信任关系和大量的交流时间。经他们推荐，顾客在零时尚App上，完成详细的身体特征识别，就可以申请免费试穿一盒专门为她搭配的衣服。美容院的环境、员工与顾客之间的信任，增加了推荐的可能性。

这就是“提高转化率”。

几天后，顾客再去美容院时，一盒十几件衣服已经送到，里面还有这些衣服应该怎么搭配的介绍。顾客一件件试穿，照着镜子感受专业搭配带来的惊喜。专业就是专业，这么搭配好看，那么搭配也好看，于是，很多顾客会忍不住多买了几件。

这就是“增加客单价”。

这个模式受到美容院的极大欢迎，也给零时尚带来了非常可观的业绩。

提高客单价的方法，除了透析数据，更要洞察用户。

复购率：体现“忠诚度”

我儿子小米参加了一个在线英语培训。那家培训机构聘请美国的小学老师，给中国小学生做线上培训。这些老师发音特别准，还学过教育心理学方面的知识，由他们教中国孩子英语，我觉得特别好。于是，我陪着小米上了一节课。课上，我和小米都很认真。课后，小米特别高兴，我也特别高兴。

我忍不住把小米上的课，拍了一张照片分享到朋友圈。我的朋友圈好友特别多，而且大多是业界知名人士，还有不少企业家，我特意隐去了这家培训机构的名称。因为一旦指明是哪一家，就等于用我的个人信用为它做了背书。万一朋友们的体验不好，出了问题，说不定会怪我，觉得我的推荐不负责任。

分享之后，有很多朋友私信问我：你说的那个培训机构，叫什么名字啊？我也想让孩子去上课。我当时想，人家特意来询问，也不好意思说就不告诉你，于是我就说了名字。

过了一段时间，这些朋友又来了，他们问：你上次注册的时候，用的手机号和名字是什么？我说：这重要吗？他们说：重要，因为那家培训机构表示，如果有推荐人，他们会给推荐人再送10节课。

我一听，这是好事啊！于是，就把注册名字、手机号告诉了他们。然后，我的账户里多了10节课，又多了10节课。很快，一年的课都有了。

这时，我又忍不住再分享一次。

需要注意的是，第二次忍不住和第一次忍不住的动机不同。第一次忍不住，是因为信任和喜欢，是我对这家培训机构的认可；第二次忍不住，则有利益驱动。但不管是哪一种原因，我作为一位老用户，给它带去了很多新用户。

事实上，这家英语培训机构，如果想要获得我朋友圈里的这些用户，需要花钱做广告、地推、去地铁等人流密集的地方做宣传、拉人介绍等。但是由于它的产品足够好，因为我的分享而获得了新用户，而且是免费的新用户。

这就是“复购率”。自己不停地买，还介绍朋友买。

做生意谁都不想做一锤子买卖，无论是线上还是线下。那么，怎样才能让买过的用户一买再买，并介绍别人来买？这就是提高复购率需要研究的问题。因为用户只要每多买一次，第一次获客的成本就可以被多摊薄一次。提高复购率，挖掘客户终身价值，是新零售的终极大杀器。

除了利用互联网传播，极为方便地推荐朋友购买，提高复购率之外，新零售还带给我们其他的可能性了吗？

用会员制，让用户自己不停地买。

消费者成为会员，意味着在交易之外，双方建立可持续互动的关系。相较普通用户，会员无论在营收贡献、成本控制方面，还是在品牌认可、口碑传播方面，都比普通用户更具价值。

几年前，亚马逊开始力推它的会员计划：Amazon Prime。

相较普通用户，Amazon Prime会员在缴纳一定的会员费之后，就可以享受免运费、快速送达、免费试用、专项优惠、满减优惠、提前下单以及流媒体等各种特权服务。CIRP（美国消费者情报研究合作伙伴）调查报告显示，Prime会员平均每年会在Amazon花费1 300美元，而非会员只有700美元。会员的客单价、复购率，明显较高。

在国内，京东也推出了类似的“京东会员Plus”计划。最近，风头正盛的网易考拉也推出了“考拉黑卡”。这一切的背后，都是为了提高复购率。

再次回顾一下销售漏斗公式：

销售额＝流量×转化率×客单价×复购率

一场坪效革命，离不开流量、转化率、客单价、复购率这四个关键要素。每一个单项的提高，甚至可能引发革命性的突破。

第2节
小米新零售，如何做到20倍坪效

为了完成此书，我特地与小米创始人雷军进行了一次访谈，试图深入理解小米的新零售。

雷军说，最近几年，他接受过的正式访谈不过三四次。因为他的商业模式相当复杂，不容易讲清楚，也难以写明白，于是拒绝了几乎所有的采访。

我曾在2015年，经官方授权对小米做了一两个月的深入调研和访谈，并由此写了一本畅销书《互联网＋》，因而对小米有比较全面的了解。我说，让我试试。

雷军接受了我的采访：

> 我们对效率有极致要求，那就是让线下的小米之家和线上的小米商城，实现同款同价。
>
> 这就是小米的新零售。

说实话，当时我对线上线下同款同价的小米新零售是心存一点困惑的。小米之所以能在过去以不可思议的价格，提供高颜值、高品质、高性价比的商品，不就是因为它们只在互联网上做直销，所以成本比线下低得多吗？

今天要转身做线下，还要和线上同价，可能吗？如果用线下的成本结构，可以做到和线上同价，不就说明过去线上的价格还不够低吗？

小米到底能不能在线下商店，以线上的极低价格出售商品，同时还能赚钱？

这个问题其实就是，小米到底能不能通过效率手段，提高流量、转化率、客单价、复购率，突破传统线下零售的坪效极限，超越线下每平

方米的高昂运营成本。

小米的坪效到底做得怎么样呢？

雷军很自豪地说，目前小米的（年）坪效已经做到了27万元/平方米，仅次于苹果专卖店的40万元/平方米，是其他手机专卖店的很多倍。在27万元/平方米的坪效下，就算按照8%的毛利率来计算，现存的242家小米之家，其毛利都足以覆盖运营成本。

极致的坪效只是结果，把流量、转化率、客单价、复购率做到极致，才是手段。雷军开始耐心地逐一解释他的战略和打法。

选址对标快时尚＋低频变高频

提高流量，就是让进店的人流变多。雷军采取了两个办法。

选址对标快时尚

过去的小米之家，开在写字楼里面，一般只有粉丝才会去，人少，没流量。现在的小米之家，为了获得自然流量，会选在核心商圈，对标快时尚品牌。

关于这个问题，采访完雷军后，我又专门打电话给小米公司的总裁林斌，他做了更详尽的解释。他们发现小米的用户和优衣库、星巴克、无印良品的用户高度重合。把店开在地铁站，人流量虽然很大，但是大家不进店；把店开在重奢的商场，大家购买的心态和频次都很低。所以，小米确定了和优衣库、星巴克、无印良品对标开店的选址策略。

小米之家的负责人张剑慧说，目前小米之家的选址，主要是一二线城市核心商圈的购物中心，优先和知名地产商合作，比如万达、华润和中粮等。对于入驻的购物中心，小米还要考察其年收入。小米之家在入驻商圈之前，一定会统计客流，计算单位时间内的人流量。

逐渐地，小米形成了自己的选址逻辑，并通过这样的方式获得了基础的目标流量。

低频变高频

懂零售的同学可能会立刻反问：对标快时尚品牌的选址逻辑？快时尚品牌之所以敢选那么贵的地方开店，是因为它们是高频消费产品。而手机是低频消费产品，一两年才买一次。消费频次这么低，却选在这么贵的地方，那不是找死吗？

雷军说，这就是小米新零售的关键打法“低频变高频”起作用的地方。

什么是低频变高频？比如58同城这个网站，求职、租房，一年有一次就不错了，都是低频生意，但是把100个低频分类信息加在一起，就变成了高频。

小米也一样。在过去几年中，小米投资了不少生态链企业，有充电宝、手环、耳机、平衡车、电饭煲、自行车……多种多样。小米之家现在有20～30个品类，200～300种商品，如果所有品类一年更换一次，就相当于用户每半个月就会进店来买一些东西。虽然手机、充电宝、手环等商品是低频消费品，但是将所有低频加在一起，就变成了高频。

我问林斌对这个问题的看法时，他说这一点太重要了。自从小米快速扩张小米之家后，有些手机厂商也选择对标小米之家，用快时尚选址的逻辑，甚至就在小米之家对面开店。林斌一开始还有点担心，但后来发现很多用户进他们的店逛了一圈，什么也没买就出来了。只有几款手机这样的低频消费产品，消费者逛一圈，确实没什么可买的。

但是，在小米之家，这次买了手机，过段时间买个手环，下次再换个蓝牙音响，这样一来，就把一年来买一次手机的低频，变成了每半个月来一次的高频；把进店没东西可买的低效流量，变成了进店总能买几样东西的高效流量，从而解决了流量问题。

爆品战略＋大数据选品

转化率，就是进店后有多少人真的会买东西。雷军说，小米通过两种方法来提高小米之家的转化率。

爆品战略

小米一直有个极致单品的逻辑，叫“爆品战略”。虽然看起来有很多产品，但是每一个品类小米都只有几款产品。比如箱子就两三款，雨伞只有一款。其他的公司，可能会做几百款。

爆品战略带来两个好处。

首先，可以在单件产品上倾注更多的心血，因此设计感、品质都有机会做得更好。一件设计感更好的商品，本身就能带来更多转化率。我们称之为“静销力”，静静地放在那儿，你就忍不住要买。

其次，爆品带来的巨大销量，又必然会带来供应链成本的降低，导致价格尽可能地便宜。一件品质很好又便宜的商品，当然能带来更巨大的转化率。

因为爆品战略，这些过去在网上被10%的电商用户享受的优质低价商品，现在摆在90%的线下用户面前。很多进店用户都拿着购物篮装满为止，根本不看价钱。

大数据选品

线下的面积有限，所以卖什么要看什么东西好卖。但什么东西好卖呢？因为已经做了几年电商，小米可以根据之前积累的互联网数据来选品。

比如，小米之家可以优先选择线上被验证过的畅销产品，比如小米6手机、手环、电饭煲等。如果是新品，则根据口碑和评论来观察，比如看一下前一周线上的评论，不好的不上。

此外，根据大数据来安排不同地域小米之家门店的选品，并且统一调度。比如，这款电饭煲在线上卖的时候，河南的买家特别多，那么河南的小米之家在铺货时，电饭煲一定会上。

另外，这里不好卖的东西，可以在那里卖；线下不好卖的东西，可以在线上卖；甚至反过来，线上不好卖的东西，在线下卖。比如平衡车，很多人没有接触过平衡车，光靠在网上看照片，是比较难下决心买的。但是把平衡车放在线下，用户可以摸一摸、试一试，发现这东西挺有趣的，反而更有可能购买。这就是利用了线下的体验性优势，真正实现了线上和线下打通。

通过大数据精准选品，卖畅销品，卖当地最好卖的货，大大提高了用户的转化率。

提高连带率+增加体验感

提高客单价，就是如何让用户单次购买更多的东西。雷军说，这要靠提高连带率和增加体验感。

提高连带率

连带率，就是买了一样东西，顺便多买几样其他的。

用户进店一看，虽然有几百种商品，但都是白色、圆角，风格极其一致，颜值非常高，感觉它们就是一家工厂生产的。

你买一个小米监控摄像头，觉得很好；再买一个小米路由器，监控数据可以30天循环保存在路由器的硬盘上；再买台小米电视，打开家里的电视，就可以监控办公室的情况；如果你还有个小米手机，旅行中拍的照片，家人在小米电视上就能实时看到等。它们之间技术上的关联性、协同性，甚至仅仅是外观上的一致性，都会提高连带率，让用户忍不住多买。

增加体验感

很多人以前听过小米，但并没真的见过小米的产品，更不知道小米产品有这么丰富。现在这些产品都放在面前，可以好好体验一番。

小米之家非常强调体验性，优良的动线设计，可以慢慢体验，在店里打王者荣耀也没有关系。因为很多手机商店只卖低频消费手机，所以必须强行推销。但是小米通过“低频变高频”，无须推销，甚至规定店员不经允许不能去打扰客户。为什么？因为这样用户才能充分感受产品、感叹价格。

同一款手机，在线上中低配版卖得更多，而线下则高配版卖得更多。为什么？因为在线上缺乏体验性，用户只能比较参数；但在线下，用户可以细细体验外观、手感、性能的差异，买高配的人变多，进一步提高了客单价。

小米之家甚至设置了“电视大师”和“笔记本电脑大师”这样的工作人员，专门回答用户体验后的问题。电视、笔记本电脑这些高单价产品，在线上购买时难下决心，但因为用户体验，在线下卖得更好。

小米也在研究如何进一步提升小米之家的品牌形象和用户体验，不排除在未来会推出全新形态的小米之家旗舰店。

强化品牌认知＋打通全渠道

怎样才能让买过的用户一买再买，买得越多越来买？这就是复购率研究的问题。提升复购率，挖掘客户终身价值，是新零售的撒手锏。

怎么做呢？小米之家其实还肩负着两个重要的使命。

强化品牌认知

小米发现，线下更广大的这部分用户和线上的小米用户，重叠度很低。于是，小米之家的一个重任，就是让更多过去不知道、不了解小米的消费者认识小米，在他们心中植入小米的品牌。一旦买过、用过、喜欢上之后，这些用户未来购买电子产品或者智能家居商品时，就可能首先想到小米。

林斌举了一个例子。有一次他在一家小米之家站店，来了几位老太太。她们发现小米的东西真好真便宜，买完就走了。不久，拉来几位老太太，又拉来几位老太太，就这样一位拉一位。这些老太太以前可能并不知道小米，因为让她们在网上购物太难了。但有了小米之家，现在这部分用户也开始认识小米产品，甚至喜欢小米品牌。

从这个角度看，小米之家线下店的一部分成本，在财务上甚至可以记入小米品牌的建设费用。如果把提高品牌认知当成收益，把费用补贴给小米之家的话，其利润会更高。

打通全渠道

小米把零售全渠道从上到下分为三层，分别是米家有品、小米商城和小米之家。其中米家有品和小米商城是线上电商，拥有更多的商品。米家有品有20 000种商品，是众筹和筛选爆品的平台；小米商城有2

000种商品，主要是小米自身和小米生态链的产品；线下的小米之家有200种商品。在这个梯度的全渠道中，小米之家还有一个重要的工作，就是从线下往线上引流，向用户介绍更广泛的小米系列产品。

顾客在小米之家购买商品时，店员会引导他在手机上安装小米商城App，如果顾客喜欢小米的产品，下次购买就可以通过手机完成。第二次在小米商城的购买，可以在更全的品类中选择，并且没有线下的租金成本。

通过打通线上线下，爆品在店内立刻就能拿到，用户享受了体验性和即得性；如果是店内没有的商品，用户可以扫码，在网上购买。每个到店一次的用户，就会成为小米的会员，有机会成为小米真正的粉丝，这将产生惊人的复购率。

第3节
盒马鲜生，被线下门店武装的生鲜电商

在生鲜零售领域，也有一匹坪效黑马——盒马鲜生。华泰证券研究报告显示，盒马鲜生上海金桥店2016年全年营业额约2.5亿元，坪效约每平方米5.6万元，远高于同业平均水平（1.5万元），大约是同业的3.7倍。盒马鲜生是怎么做到的？

2018年1月，我带领领教工坊的私人董事会企业家小组和《刘润·5分钟商学院》的学员，拜访了盒马鲜生总部，并有幸得到盒马鲜生创始人、阿里巴巴集团副总裁侯毅的亲自接待。

侯毅的背景很有意思。首先，他有计算机背景。20世纪90年代初，计算机专业本科毕业。其次，他有创业背景。毕业后侯毅开始创业，在多个领域从事过经营。再次，他有传统零售背景。1999年，他加入了当时还隶属于光明乳业的可的便利店，一干就是10年，见证了可的从20家到2 000家门店的蜕变。最后，他还有互联网背景。2009年，再次拿到融资的刘强东一直在寻找“零售＋物流”方面的人才，最终侯毅入了他的眼。加入京东后，侯毅先后担任京东物流的首席物流规划师和O2O（online to offline，从线上到线下）事业部总裁。

传统零售＋互联网＋计算机＋创业，侯毅如此丰富的经历，简直就是为新零售定制的。

根据市场调研机构尼尔森的报告，中国生鲜电商市场规模2018年有望超过1 500亿元，年均复合增长率达到50%。但是，另一组数据显示，2014年，在全国4 000多家生鲜电商中，实现盈利的只有1%，基本持平的有4%，88%略亏，剩下7%则处于巨亏状态。

前面很多案例，都是传统线下零售不如互联网；而生鲜这个领域，互联网却不如线下。

为什么？侯毅总结为：高损耗、非标准、高冷链物流配送成本、品类不全，无法满足消费者对生鲜的即时性需求。

怎么办？侯毅决定从京东辞职，用新零售的方式，啃下这“最后一块硬骨头”。

想成大事，必须要顶层设计

2015年，离开京东的侯毅，在上海与阿里巴巴集团CEO张勇见面。

作为一名资深吃货、有着20年物流经验的程序员，又有一次次创业的经验，侯毅坚信，生鲜品类的突破要从线下实体店作为切入点，因为超市卖场已经证明这个商业模式的可行性，通过数据将线上和线下打通，最终解决生鲜电商的行业痛点。

侯毅的想法很有前瞻性，如果模式成立，将会给行业带来巨大改变。张勇当即决定支持他，但提出四点刚性要求：

> 第一，如果线下生鲜店最终搞成了传统超市，那就算比传统超市挣钱，也不干。如果真要搞，线上的收入必须大于线下。
>
> 第二，线上的每日订单一定要超过5 000单，这样才真正是一门有规模效应的生意。
>
> 第三，在冷链物流做到低成本可控的前提下，实现门店3公里半径内30分钟完成配送。
>
> 第四，最终要做到线下往线上引流，App不需要其他流量支持，能够独立生存。

这四点要求其实就是“顶层设计”。张勇对侯毅说，如果运营一段时间做不到，盒马鲜生就要关掉，没有存在的意义；如果能做到，就可以将其作为一种成功的商业模式复制。

虽然很多生鲜超市外观差不多，但在不同的企业家心中，店的本质有很大区别。这四个要求，定义了盒马鲜生线下店的本质，其实是获得流量的方式，用户最终的留存是在网上，复购率也是在网上。

传统生鲜超市的交易结构是：

> 坪效＝线下收入/店铺面积

而盒马鲜生呢？张勇提出的四点要求，就是把盒马鲜生定义为“被线下门店武装的生鲜电商”，强调了电商的主体性，其交易结构是：

坪效=（线上收入+线下收入）/店铺面积

在这个交易结构下，如果线上收入真能大于线下，它的坪效就有机会做到传统超市的2倍，甚至更高，从而突破传统生鲜超市的坪效极限。

这就是顶层设计。

盒马鲜生一夜爆红后，很多传统生鲜超市前去学习，感触颇深：他们真会“理解用户”，牛奶只卖当天的，我们要学习；他们真会“打磨产品”，食材都是产地直供的，我们要学习。这些纷纷开始学习盒马鲜生的传统超市，经过不懈努力，终于在几个月后……倒闭了。

为什么学“先进”，学着学着就成了“先烈”呢？

因为他们学了盒马鲜生看得到的用户思维、产品思维，却没学它看不到的顶层设计。这个顶层设计在第一天就定义了盒马鲜生是什么、交易结构是什么、商业模式是什么。

顶层设计对商业模式非常重要。

埃隆·马斯克，作为SpaceX的创始人，在做火箭发射前定了两个目标：

第一，火箭一定要能回收，并且能重复使用；

第二，必须把每次火箭发射成本降到原来的1/10。

如何完成这两个目标，马斯克起初并不知道。但他知道，只有达成这两个目标，才能成为有经济效益的商业模式。

盒马鲜生也是一样，侯毅和张勇先定了四个目标，然后再去想怎么组团队，用什么样的方法去实现。至于后来的那些具体做法，比如在超市里开餐厅，只能用App买单，在头顶安装传送带实现30分钟送货等，都是这个顶层设计下的具体做法。然而，这些做法真的有用吗？真能突

破坪效极限吗？

现买现吃，打造极致体验

为了突破传统生鲜超市的坪效极限，侯毅和张勇在顶层设计里，规定了必须有一部分比线下还要高的、来自线上的收入，确定电商的主体性，而且线下要向线上导流。

具体怎么做？

从电商平台买海鲜，一个很大的痛点就是怕不新鲜。生鲜和可乐、薯片不同，它不是标准品。比如苹果，下一星期雨后去采摘，一定不甜；向阳的那一面比背阳的那一面更红；有的苹果大，有的苹果小。很难保证用户每次体验到生鲜产品时，感受都是一样的。

在传统生鲜超市，用户至少可以挑。但是，在网上购买，送来什么完全不知道。消费者对在网上买生鲜，缺乏一份信任感。

为此，盒马鲜生规定，完全无条件、无理由退货。只有这样，才能把“不确定性”的风险，从消费者手里转移到自己手上，建立信任感。

但这样还不够。如果能试吃，就更好了。

于是，盒马鲜生做了一个大胆的尝试，在超市内部设立大面积的活鲜展区、特色的水产加工区——海鲜吧，以及餐饮体验区。在活鲜展区买了海鲜后，用户可以选择直接在海鲜吧加工，按照价目表支付一定的加工费后，就可以在餐饮体验区品尝到美味的海鲜。

这就相当于在超市里做餐饮。

在超市里做餐饮，是侯毅的想法。在他看来，少了餐饮就很难做到极致的体验。他带领团队前往台湾参观上引水产，发现对方主要以餐饮为主，而且食客80%来自大陆。这坚定了侯毅做海鲜的想法，同时餐饮的整体思路也基本形成。

我曾经和同事们专门去盒马鲜生试吃过一次，确实非常好吃。对于海鲜类产品，新鲜是最重要的。只要能保证新鲜，就算不是星级大厨，

也能做出美味海鲜。

盒马鲜生鼓励大家现场试吃，是为了多赚每斤十几元钱的加工费吗？当然不是，现买现吃的目的，是为了让用户对盒马鲜生的品牌和它的生鲜产品产生极大的信任和好感。用户吃完之后感觉“真好，真不错”时，顾虑打消了，盒马鲜生的目的就达到了。

把线下的体验做到极致，是为从线下往线上导流做准备。

为什么必须用App才能买单

很多人都知道，在盒马鲜生买东西，不收现金、不刷银行卡，甚至不能直接用支付宝买单（当然，更不能用微信支付了），只有一种付款方式，就是用盒马鲜生App买单。

在日均人流量3万人次的金桥国际广场，盒马鲜生金桥店开业首日的销售额并不亮眼，5 300人进店仅带来十几万元销售额。为什么？因为“啊？你们居然不收现金！”

不收现金这件事，一度让盒马鲜生站在风口浪尖。有些上海大妈因为不能付现金，在最后收银的一刻扭头走人。还有人向媒体投诉：这里有家店，在中国经营，但是不收人民币。记者暗访后，真的报道出来，掀起不小风波。

盒马鲜生并不是不收人民币。App背后是支付宝，支付宝背后还是人民币。刷信用卡，也没收人民币啊！这件事最后平息了，但是，为什么盒马鲜生甘愿冒风险，也坚持一定要通过App结账？

这又要回到盒马鲜生的顶层设计。

在侯毅看来，不收现金是底线，因为这决定了盒马鲜生的四个目标之一“把用户从线下往线上引流”，能否行得通。只有这样，才能促使那些在盒马鲜生实体店购买过商品的用户，在离开实体店这个消费场景后，仍有机会继续逛线上的盒马鲜生。

因此，在开业初期，盒马鲜生宁愿损失一定的销售额，也坚持“你不装App，我就不卖给你”。

侯毅说，后来那些老太太们又回来了。因为盒马鲜生体验好，值得信任，而且并不贵。她们在家让孩子给装好了盒马鲜生App，又回来买了。

让消费者养成用App付费的习惯，确实有点难。起初，盒马鲜生要在门店的收银处立一块大牌子，详细说明安装步骤，但是随着盒马鲜生持续、稳定地按照顶层设计提供消费者所需的商品和服务，慢慢地，习惯就养成了。

要知道，这一目的若能达成，将会带来一场真正意义上的坪效革命。如果线上销售额能与线下相同，就意味着盒马鲜生单店的总体收入可以翻倍。回到坪效公式，总体收入翻倍，身为分母的面积不变，那么单店的坪效也就随之翻番，利润也随之增加。

如果线上销售额能进一步增加，线上和线下的比例能做到2：1，那么，同样的店租所产生的收入，将会是原来的三倍，这就是只能用盒马鲜生App付款的最终目的。

据侯毅透露，盒马鲜生用户的黏性和线上转化率相当惊人，营业半年以上的成熟店铺线上订单占比已超50%，而盒马鲜生在上海的第一家实体店，线上占比甚至已达70%，即线上是线下的2倍以上。

30分钟物流打造“盒区房”

有了极好的现场体验性和线下往线上导流的App，盒马鲜生下一步要解决的痛点就是物流速度。

自从第一次去盒马鲜生体验之后，我太太就成了回头客。我们家几乎每天都会在盒马鲜生App下单，购买当天的晚餐食材。为什么呢？因为确实方便，生活品质有了很大的提高。30分钟配送，这对很多不经常做饭的人来说，是个不错的选择。

比如下午四点多，你还在上班，晚上特别想在家里吃一顿饭。可是家里没吃的了，怎么办？下班后再去菜市场？一来菜很可能不新鲜，二来距离可能很远，而你又不能翘班去买菜。这时，如果你用盒马鲜生App下单，你的办公室或者你家在它某家门店3公里的配送范围内，那么

30分钟后，新鲜的食材就可以送到你手上。

30分钟这个时间点很重要。为什么不是1小时或者2小时？在阿里巴巴CEO张勇看来，30分钟快递到家是一种极致的服务体验。只有把用户体验放在第一位，把消费心智做出来，才能形成消费黏性。

3公里30分钟，这两个数字背后，经过了严格的测算。侯毅说，30分钟是一个人生活中随机时间的极限，因为人们对30分钟以后的时间都有相应的规划，消费者下单后，多数希望在30分钟内拿到货。所以30分钟内送到家是最佳选择。

设置3公里的范围限制，除了时间方面的考虑外，还有成本控制方面的考量。生鲜电商难就难在需要构建冷链物流配送体系，如果没有，商品的损耗会很高，一旦采用，成本又会上升。而3公里的范围，可以用常温配送替代冷链物流配送，大大降低了物流成本。

3公里30分钟的快递速度是如何实现的？

盒马鲜生的官方回答是：

> 综合运用了大数据、移动互联网、智能物联网、自动化等技术及先进设备，实现人、货、场三者之间的最优匹配。从供应链、仓储到配送，盒马鲜生都有自己完整的物流体系，大大提升了物流效率。

我来“翻译”一下，这30分钟是怎么计算出来的。

当用户在App下单的一瞬间，订单就到了盒马鲜生的数据库里，卖场立刻就有拣货员行动起来。盒马鲜生准备了很多保温袋，每个保温袋上都有二维码，这是配送专用袋。拣货员会用一个电子扫描设备扫描袋子的编码，然后迅速开始拣货，扫描设备上就是顾客刚刚下的订单。每个工作人员只负责固定区域商品的取货工作，这样就不用跑动太长的距离，提高了工作效率。

盒马鲜生货架上的标签，全部采用黑白液晶屏显示的电子标签，价格会根据后台的控制自动刷新，使商品实现线上线下同价。

商品拣选完后，拣货员会把保温袋挂在一个挂钩上，挂钩连着一套

布置在整个店面顶部的链条传送系统，这个系统会将选好的商品传送至负责仓储和物流配送的后仓，在那里整合打包，这个过程会在3分钟内完成。最后，门外的快递小哥扫描一下货箱后，就可以去送货了。后台还为快递小哥计算好了送货的路线和送货地点的先后顺序，这种基于先进算法的技术，大大提高了物流的效率。

从用户下单，到把商品装车，只允许花10分钟。

怎么做到的？还记得前面提到侯毅有计算机背景吗？用IT（信息技术）系统来提高效率，这时候就显得极其重要。

快递小哥花20分钟，把生鲜送到用户家。

30分钟配送有一个限定范围，就是盒马鲜生门店的3公里半径内，也就是大约28平方公里。因为盒马鲜生的火爆，有些房产中介公司专门提出了“盒区房”概念——即盒马鲜生门店3公里范围内的房子，业务员在给客户介绍时说，这个房子不仅是“学区房”，还是“盒区房”，所以价格会贵一点。

据媒体报道，盒马鲜生创造了一个“3公里新生活社区”。盒马鲜生每开一店，都会受到周边居民追捧。家住上海太原路建国西路一带的李女士，不在盒马鲜生3公里配送范围，于是，她坚持让保姆每天走两个路口去接盒马鲜生的配送员。后来，她干脆将家搬到盒马鲜生配送区内。

盒马鲜生在30分钟这件事上下狠功夫，主要取决于以下两点：

第一，盒马鲜生的最终目的是让用户在线上买东西，不去门店也会在线上下单。只有顾客在网上下单才能提高复购率，才有可能真正突破传统生鲜门店，实现真正的坪效革命。

第二，基于这一目的，盒马鲜生的核心价值就是往线上导流。线下实体店的坪效是有极限的，它所做的一切——只用App收钱、产品的日日鲜模式、极致的体验感、30分钟物流，都是为了往线上导流，这样才可以重新定义一家生鲜门店。

30分钟物流就是为了让线上用户不会觉得在网上买东西不方便，甚至会觉得比去门店更方便。

坪效革命，来自完全不同的交易结构

在超市里开餐厅、只能用App买单、在头顶上安装传送带实现30分钟送货，这三件事背后只有一个逻辑：通过重新定义实体店，把盒马鲜生设计为“被线下门店武装的生鲜电商”。

事实上，这很难做到。“30分钟物流”与“店仓结合”的物流体系看似简单，其实需要强大的IT系统来支持，其中还包括常温物流、冷链物流、中央厨房、鲜活海鲜的物流配送中心和暂养池等。据说，为了建设这一套物流体系，盒马鲜生花了1亿元人民币。但当这些核心能力建设起来以后，它的竞争力会远远超过一般企业。

在超市内部提供现买现吃的消费体验并不是一件容易的事，因为超市和餐厅需要两个不同的营业执照，想把这两件事放在一起做，需要通过两个监管部门的许可。为了搞定这件事，侯毅想尽办法才说服上海市政府将盒马鲜生作为互联网创新项目，给了特批。就连App付款结算，在最开始也面临很大的舆论压力。

盒马鲜生做的这些事，都源于侯毅在一开始就想好了如何重新定义这家店，想好了它的顶层设计。最终，盒马鲜生实现了线上比线下多得多的销量。这也是他想用互联网的方式解决生鲜问题的关键。

商业模式的可行性一旦被验证后，盒马鲜生复制的速度便开始加快。

截至2017年12月31日，盒马鲜生全国的门店数量达到25家，成都、深圳、北京、西安等地更多的门店正在开设。在线上，盒马鲜生已经实现用户数字化、商品数字化、流程和管理数字化，大幅度提高零售的效率、门店及物流的营运效率。其主要消费者画像也逐渐清晰，线上是年轻人，25岁以上的已婚女性，白领；线下的老年人更多一些。

百事可乐全球董事会主席卢英德、可口可乐全球CEO詹姆斯·昆西、星巴克董事长霍华德·舒尔茨等诸多国际一线品牌负责人先后到盒马鲜生参观。据说，亚马逊创始人贝佐斯曾专程去盒马鲜生上海金桥店参观，回到美国后，于2017年6月，以137亿美元的高价收购了美国著名的全食超市（Whole Foods），这是迄今为止亚马逊进行的最大一笔并购交易。与盒马鲜生类似，一直以来，全食超市在美国提供最好的天然有机

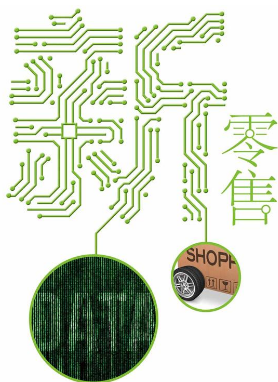
食品，并倡导中产阶层的健康生活理念。盒马鲜生让贝佐斯看到，线下确实有其巨大优势，通过线上和线下结合产生的综合反应，能够有机会实现坪效革命。

小米、盒马鲜生只是新零售大潮中的两个先行者。请记住：

坪效＝（流量×转化率×客单价×复购率）/店铺面积

然后不断思考，如何利用互联网、大数据、社交网络、人工智能，不断优化每一个变量，接近甚至突破坪效极限，引发坪效革命。

第四章
短路经济：
环节越短，效率越高



新零售，就是更高效率的零售。整本书其实都是在谈效率。

第二章“数据赋能”，我们讨论了“场”如何利用数据，重组信息流、资金流、物流，获得更高效率的交易结构，让消费者更省钱，让企业更赚钱。

第三章“坪效革命”，我们讨论了“人”。消费者一旦从零售的触点进入销售漏斗，企业如何利用新科技，提升流量、转化率、客单价、复购率的效率，提升从潜在客户到终身忠诚客户的转化效率。

讨论完“场”和“人”之后，这一章，我们从“货”的角度，理解新零售。

第1节
商品供应链：人与货不必在商场相见

零售，是整个商品供应链的最后一站。一件商品从设计、生产到消费市场的整个链条，可以将其归纳为D—M—S—B—b—C。

企业从D（设计）开始构思产品，经过M（制造），经过S（供应链），经过B、b（大小商家），终于与C（消费者）见面。通过图4—1可以有较为直观的了解。

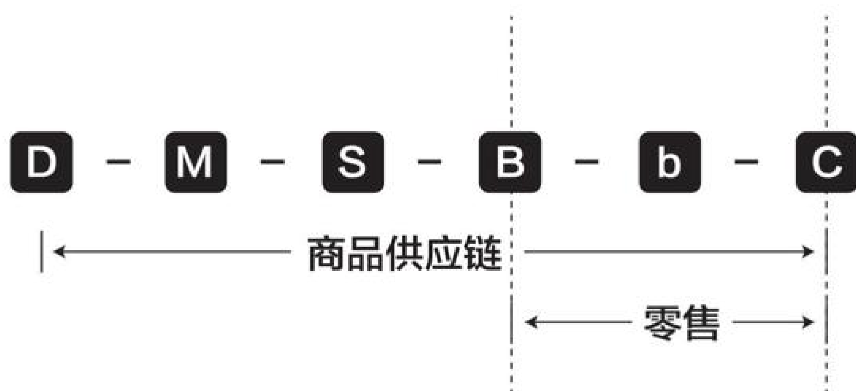


图4—1

在这个完整的链条中，可以组合多种商业模式：消费者在地摊的小商贩那儿买东西，可以称为b2C；消费者去超市买东西，就是B2C；超市找经销商进货，是B2B；超市出租柜台给经销商卖东西，则是B2B2C。但是，不论哪一种模式，不管链条有多长，作为消费者，都只能通过零售的“场”，从B或者b手上买东西。

然而，消费者为什么一定要在商场或者电商那儿与产品见面呢？也就是说，为什么消费者必须依靠所谓的零售场景，在指定时间、指定地点“约见”商品呢？

如果你家旁边正好有一家食品厂，周末可以去逛一下，说不定正好

能遇到员工内部的销售活动。你一看，天啊！一盒在商场卖100元的饼干，这里只卖20元。你忍不住冒充员工买了几盒。也就是说，你直接从工厂（M），而不是商家（B、b）那儿买到了饼干。如果一定要给这种模式起个名字的话，可以叫它M2C。

你觉得赚到了，但是食品厂就亏了吗？它不亏，因为平常卖给供应链（S）的价钱就是20元。

既然是双赢的，为什么食品厂不直接开店，卖30元一盒？这样，消费者能省70元，而食品厂还多赚10元，不是更好吗？要回答这个问题，我们就要理解零售这两个字的本义。

零售的英文是“retail”。中文和英文，正好侧重这个商业形态的两个特征：中文“零售”中的“零”，强调“少量”；英文“retail”中的“tail”（尾巴），强调“末端”，直接面对消费者。在一些地区，只有80%的商品是直接卖给消费者的B，才允许叫作“retailer”（零售商）。

所以，零售就是把少量的商品卖给末端的消费者。

零售这个词，是相对于wholesale（批发）而存在的。批发，就是把大量的商品卖给中间零售商。

现在，我们来分析一下，为什么食品厂不直接开店？食品厂把饼干批发给零售商，花1小时和零售商沟通，结果卖了1 000盒，每盒赚10元，一共赚10 000元；但食品厂如果把饼干零售给消费者，就算只花了0.1小时沟通，但最后消费者只买了2盒，每盒赚20元，一共才赚40元。这么算下来，同样的1小时，最多赚400元。

食品厂1小时的时间成本是1 000元，批发虽然价低，但能赚10 000元；零售虽然价高，但只能赚400元，远远入不敷出。而且消费者可能还会退货、换货、打电话咨询这东西怎么吃……售后比较麻烦。

所以，为什么很多厂家（M）不愿意和消费者（C）打交道，直接用M2C模式把商品卖出去？就是因为消费者买得太少，而且太麻烦。所以，厂家选择省事的薄利多销，而零售商选择麻烦的高利少销，赚取其应得的批零差价。

各就各位，各司其职。怎么样，听上去很合理吧？但是，这样的商

品供应链也带来一个严重的问题，那就是定倍率很高。

定倍率

什么是定倍率？定倍率就是商品的零售价除以成本价得到的倍数。100元成本的东西卖500元，那它的定倍率就是5。定倍率是商业世界最基础的逻辑之一，是衡量商业效率的重要指标。定倍率越低，效率越高。

定倍率是从服装业借过来的一个概念。服装业定价的模型是将商品的制造成本直接乘以一个倍数，比如乘以5或者乘以10，得出的数字就是这个商品的建议零售价。服装行业的定倍率大概是5~10。

可是，为什么成本100元的东西，要卖到500元？这中间的400元差价有必要吗？

有必要。有人帮你去全世界选货，节省你到处跑的成本，要不要花钱？挑完商品，运到你所在的城市，要不要花钱？运到了你的城市，还需要全国总代理、省代理、市代理以及零售商这一系列层级的渠道代理商，才能把商品放在店铺里摆得整整齐齐，供你挑选，要不要花钱？如果你自己做一遍，估计花费远不止400元。这400元，是为促成这笔交易，必须支出的费用。如果说那100元是制造成本，这400元就是交易成本。

站在消费者的角度来讲，交易成本就是如何找到商品的成本；站在企业的角度，则是商品怎么找到消费者，彼此发现的成本。

消费者一共付了500元，那么，零售业是从100元的制造成本里分钱，还是从400元的交易成本里分钱呢？当然是交易成本。所以，零售业的从业者一定要有一个不偏不倚的自我认知：

> 我是消费者的交易成本。

交易成本是必要的，但是那么高，就不一定必要了。

我特别喜欢穿某品牌的皮鞋，它的鞋子在市面上一双要卖1500

元。但我有个亲戚是这个品牌的江苏省总代理，在他那里我只要花250元，就能买到商场里卖1 500元的鞋子。而我的亲戚从厂家那里进货只要150元，这双鞋子的定倍率就是10。

定倍率为10，算不算高呢？还不算是最高的。化妆品、首饰、眼镜等很多商品的定倍率远高于10。例如，某品牌香水的市场价是780元，它的原材料成本价是15.6元，其定倍率为50。

以前，很多人不知道定倍率这个概念，第一次听说后义愤填膺，觉得化妆品厂家太黑了。为什么化妆品的定倍率这么高？因为化妆品属于低频消费，放在商场里，可能很长时间卖不出去多少，但零售商要付出同样的租金、员工工资等。此外，化妆品需要通过大规模的广告推广，才能建立起人们对品牌的认知度和信任度，这部分信任成本也包含在交易成本内。与化妆品类似，家具也属于低频消费品，其定倍率同样很高。

因为不同商品的特征导致中间付出的努力程度不同，不同商品的定倍率也各不相同。在基本技术稳定的情况下，各个行业会慢慢磨合出一种稳定的交易成本。今天，中国各行业的平均定倍率大概是4，高于世界平均水平。在互联网冲击之下，国内很多零售从业者遭遇灭顶之灾，大多是因为这些企业的效率太低。美国互联网比中国更发达，但为什么没有对美国的零售业产生这么大的冲击？因为美国零售业发展的时间要比中国长很多，在互联网到来之前，美国的零售行业通过竞争的方式，已经经历过行业内部的不断优化和升级，所以效率相当高。

比如美国的梅西百货，它有40%～50%的商品都是自营的。所谓自营，就是百货商场自己去找到最源头的制造商（M），直接定制生产指定货品，贴上自己的商标，在自己的商场（B）销售。

用商品供应链的逻辑来理解，可以把这个模式叫作M2B。这样，梅西百货就绕过了国际贸易商、本地经销商等S，去掉不必要的环节，把商品价格压得非常低。

而中国的百货商场，有很多还停留在收取提成的“联营制”。所谓联营，就是百货商场自己不采购任何东西，也不卖任何东西，只做二房东，让品牌零售商在这里销售商品，然后收取销售提成。

在联营制下，商场赚钱太容易了。

2015年7月，我去爬非洲的第一高峰乞力马扎罗。领队建议，爬这样一座极具挑战性的山，装备要专业一点，于是推荐了一个著名的国际品牌。我在这个牌子的线下专卖店看中了一双登山鞋，零售价是2 480元。服务员看我像个穷学生，主动给我打了八八折，折后2 182元。我很高兴，但还是机智地用手机上网查了一下，发现这双鞋在其天猫旗舰店售价1 392元，京东商城则更便宜，才1 188元。尽管很感激服务员主动打折，但我最终还是选择去网上买这双鞋，因为时代的交易成本效率已经明显提高了，我不愿意为不思进取的商场，按照上个时代的交易成本付费。

不是说店家笑得发自内心，消费者就应该为商品支付更高的价钱。

这也是为什么中国人会乐此不疲地跑到美国、欧洲买东西，然后带回国。国内的东西比较贵，很大一部分原因在于交易成本环节，整个商品价值链太长，附加在上面的成本太高。

怎么办呢？

短路经济

不管什么时代，商业的规律从来没有变过：

> 要么用“创新”的方法，做出别人做不出的商品，获得“定价权”；要么用“效率”的方法，做到别人做不到的价格，降低“定倍率”。

管理学大师彼得·德鲁克曾经说过：

> 当今企业之间的竞争，不是产品之间的竞争，而是商业模式之间的竞争。

什么是商业模式？

> 商业模式，就是利益相关者的交易结构。

零售从业者不仅要有用户思维、产品思维，同时也要有交易结构思维，优化自己的商业模式。

怎么优化？零售商不应该仅仅面对消费者，而应该转过身来，把眼光望向整条商品供应链，利用新科技，优化、缩短，甚至砍掉不再高效的环节。我把这种新零售的趋势，称为“短路经济”。

短路经济主要体现在两个方面：

缩短环节。比如梅西百货，缩短制造商（M）和零售商（B）之间的供应链（S），形成M2B的短路经济模式；

链条反向。比如团购网站，把从零售商（B）到消费者（C）的商品供应链，反转为从消费者到零售商，形成C2B的短路经济模式。

所以，要么借助一切可能的新科技，短路商品供应链中的不必要环节，降低定倍率，给消费者提供性价比更高的产品；要么消费者越过零售商，直接去找上游，甚至最终制造商。

在这一章，我将以下列几个案例，来说明短路经济是如何起作用的。

Costco，如何借助M2B模式，短路S，做到比沃尔玛更便宜，取得巨大成功；

名创优品，如何借助M2b的模式，短路S和B，做到价格只有别人的三分之一，创业4年做到100亿元年收入；

天猫小店，如何借助S2b的模式，短路B，挑战7—11等传统连锁便利店；

闲鱼和瓜子二手车，如何借助C2C模式，短路传统中介模式（C2b2B2b2C）中的B和b，让买卖双方都获益；

红领西服，如何借助C2M模式，反向整个商品供应链，不仅短路了b、B和S，还消灭了库存。

第2节
Costco：M2B成就零售“优等生”

在美国，有一家高效率的收费会员制连锁仓储超市——Costco。其商品以低价优质著称，只有付费会员及其携带的亲友才能进入消费。

Costco是世界第二大零售商，第一是沃尔玛。Costco虽然比竞争对手沃尔玛晚出生20年，销售额也仅是对方的零头，但其客单价是沃尔玛的2倍以上，坪效是沃尔玛的2倍。在2017年《财富》美国500强排行榜中，Costco名列第16位。它从来不在媒体上做广告，也没有专门的媒体公关团队。它还是沃伦·巴菲特的黄金搭档——查理·芒格最想带进棺材的企业。

这家超市虽然还没有进入中国市场，却已经有了中国学徒。不少中国企业将其视为学习的典范，这些企业里有传统的商超百货、有线上流量枯竭的互联网企业，还有担心错过风口的各路资本。

小米CEO雷军曾说，有三家企业对他创建小米影响深远。一家是同仁堂，让他知道要坚守品质；一家是海底捞，让他懂得用户超预期口碑的重要性；而第三家就是Costco，让他了解如何将高质量的产品卖得更便宜。

我自己就特别喜欢Costco，每次去美国都忍不住冲到那里买买买。

Costco的商品有几个特点。

第一，非常便宜。雷军逛完Costco后曾对媒体说过他的感受：

> 那是三四年前，我跟一群高管去美国出差，一下飞机他们就去了Costco，晚上他们回来跟我展示采购的战果。我问猎豹CEO傅盛买了什么，他说买了两大箱东西。新秀丽的超大号箱子再加一个大号箱子，在北京卖多少钱？大概是9 000多元人民币，有人知道Costco卖多少钱吗？900元人民币，相当于150美元。反正我听完以后真的是震惊了。后来我专门去研究了Costco是一家什么样的公

司。

第二，包装非常大。大袋的薯片与国内5公斤大米的袋子一样大，巨大的一包牛肉大概是一整只牛腿的量。

第三，品类少，但足够选择。每次去Costco，我都得借用美国同事的会员卡或者让他带我进去。

或许你会想，为什么Costco不向所有人开放呢？买的人不是越多越好吗？

很多人可能都有过这样的消费经历：去一家中国的超市买了不少东西，结账时，服务员问你有会员卡吗？你说没有。服务员从口袋里掏出一张自己的会员卡，嘀一声刷完，然后开始给你结账。你很高兴，因为你买的价格都是会员价；服务员也很高兴，因为她有了积分。

但是在Costco，没有会员卡就不让结账，甚至连门都进不去。

当其他零售商都在为销售量疯狂吸引顾客时，Costco却订立了一套将部分顾客堵在门外的“完全会员制度”：60美元年费的非执行会员，或是120美元年费、可获2%返现最高至1 000美元的执行会员。与一般提供增值服务的部分会员制不同，完全会员制意味着只有会员才有资格入内购物。

网上有一个段子描述Costco：如果僵尸来袭，一定要躲进Costco，这里有牢固的水泥墙、足够用好几年的食物和生活用品。最重要的是，僵尸绝对进不了Costco的大门，因为僵尸没有会员卡。

会员制引领Costco

为什么必须有会员卡才能买东西？要理解这个问题，首先要深刻理解Costco的会员制度，理解Costco这个会员制版的短路经济模式。

据资料显示，Costco每年会员费收入大约20多亿美元，而2017财年，Costco的净利润为26.8亿美元，这意味着整个Costco的利润主要来自会员费。

会员制给Costco带来的好处很多。首先，缩小了目标客户范围。Costco将目标客户锁定在中产阶级家庭，“是否愿意支出会员费”成为区分受众购买力最简单的标准。在会员费门槛之上，Costco圈定较为精准的客户群体，相应地，对会员的数据监测更简单，也更容易提高服务水平和运营效率。

其次，会员制也便于提升用户的忠诚度。在同等价格和质量水平下，消费者往往会因前期的会员费成本而优先考虑在Costco消费，这样才能让自己的会员资格物有所值。在不断的良性循环中，消费者更加认可已选择的品牌，并保持着较高的黏性。Costco会员的续订率达90%，每年都为Costco贡献一笔稳定的收入。

Costco首席财务官理查德·加兰蒂指出，2017财年第三季度，Costco总计拥有1 830万执行会员，产生200亿美元销售额，约占总销售额的70.9%。

可是，为什么一个人愿意花60美元或者120美元，去买一个非储值的单纯的会员身份呢？那一定是因为他在这里买东西，相对于在别的地方能省下来的钱，远远比会员费要多。

低价格+高口碑，会员费反哺利润

这种主要利润来自会员费的商业模式，给了Costco必须进行短路经济，大刀阔斧砍掉中间环节，极大降低商品价格的原动力。

怎样才能做到极大降低商品价格呢？

商品的售价，主要取决于两个因素：一是进货的价格，二是零售商的毛利。在强大的会员体系支撑下，Costco在这两方面都尽可能地做到最低。

进货价格方面，Costco采用超低SKU策略。沃尔玛的SKU大约在10万个，每个商品品类向消费者提供非常多样的选择，而Costco仅仅提供约4 000个活跃SKU。Costco会选择它认为有“爆款”潜质的商品上架，每个品类虽然选择不多，但都是Costco精挑细选的优质商品，且包装很大，量很足。

这样，更少的SKU节省了预定、追踪和展示的成本，降低了平均库存成本。Costco库存周期只有29.5天，低于沃尔玛的42天和塔吉特的58天。库存周期的压缩，带来了资金运转效率的提升，经营成本也有一定程度的下降。

另一方面，单品类的SKU往往代表足够大的订单量和更少的品牌竞争，Costco从而获得与生产商之间更强的议价能力，进货价非常便宜。

在毛利率方面，Costco内部规定，所有商品的毛利率不超过14%，一旦超过这个数字，就需要CEO批准，再经董事会批准。但是，董事会在过去从来没有批准过。

Costco的利润主要来自会员费，商品毛利覆盖运营成本即可，不需要从商品里赚取更多的利润。

同时，Costco的自有品牌非常著名。品牌代表稳定的预期，稳定的预期必然包含相应的溢价。Costco连这部分溢价都不愿意让会员多付。它的自有品牌Kirkland Signature（科克兰）是全美销量第一的健康品牌。多年来该品牌产品以其可靠的质量和良好的信誉，在北美众多保健品品牌中备受关注，拥有极佳的口碑。

Costco通过会员模式、低SKU，获得极强的议价能力，通过自有品牌减少中间经销商环节，用巨大的溢价能力，直接从制造商（M）采购，最有效率地陈列在自己的卖场（B）里，短路了中间的供应链（S），极大提升了整个链条的效率。Costco作为大B，成为短路经济的一个代表，我们可以把这种模式叫作M2B。（见图4—2）

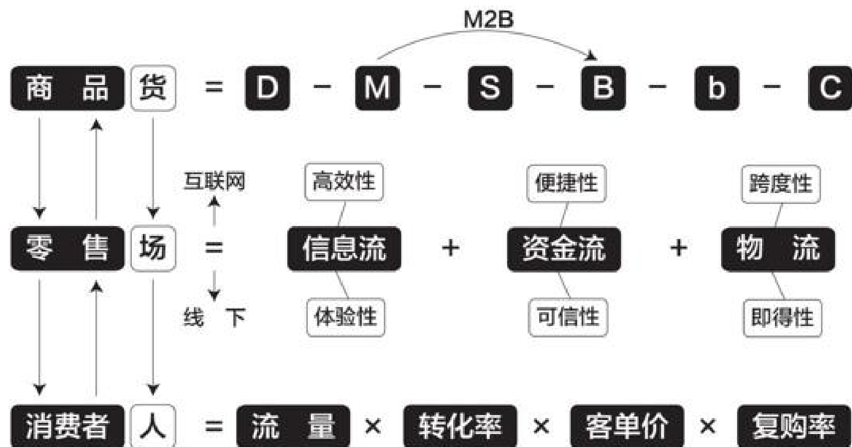


图4—2

此外，在后端营销上，Costco几乎没有支出。相较于沃尔玛0.5%、塔吉特2%的营销费用，Costco没有广告预算，只针对潜在用户发送邮件，并向现有用户派送优惠券。Costco允许会员携带一名亲友进行购物，这恰好也在一定程度上形成了口耳相传的广告效应。

目前，Costco还处在高速增长阶段。在过去十年，沃尔玛销售额的平均增长率为5.9%，塔吉特是5%，而Costco则达到9.1%。

在零售商超领域，还有一家高效的代表——德国超市ALDI（奥乐齐）。它的店面非常小，只有500~700平方米，单店的单品数量也有限，大约500个。与其他超市不同的是，ALDI只卖自有品牌，不卖其他品牌的商品。每一个单品的质量跟德国市场上其他一流品牌的产品一样好，甚至更好。

ALDI在全球范围寻找生产商，按照一流品牌的产品品质生产。这样，ALDI也在大B和M之间减少了供应商（S）环节，实现了短路，提高了效率。

在保证一流质量的基础上，ALDI还试图进一步减少环节，提高效率，降低价格。进价1元钱的可乐，真正的生产成本可能只有2角钱，更多的成本并非生产环节造成，可能是被物流，被电视台、明星代言，被形形色色的市场活动以及公司高管的飞机头等舱、五星级酒店等费用所提高。ALDI认为这很不合理，顾客不应该为电视台、为明星买单。ALDI希望采购的是裸体产品，要的是产品本身，不附加任何品牌溢价。

为了做到这一点，ALDI连商品都是自己直接去生产商那里运，运货的车辆，包括所有的轮胎，都会定期打磨，这样可以跑更远的路，甚至会调整风挡玻璃的倾斜角度，因为可以减少风阻，降低油耗，节约成本。

ALDI的创始人从不接受任何采访，他认为接受采访还不如去理货，“我坐在镜头前夸夸其谈几小时，都会增加到商品的成本上”。

把效率发挥到极致后，ALDI商品的进价成本就天然地比其他零售商要低，也更具竞争力。沃尔玛曾进入德国市场，后来又退出，就是因为竞争不过ALDI。

作为线下零售的优等生代表，Costco、ALDI都是通过短路的方式，尽可能地减少中间环节，做到更高效率的零售。

第3节
名创优品：M2b让实体小店拥抱春天

2013年，叶国富创立了一家经营日用杂货的公司，卖眉笔、充电线、小玩具等，叫名创优品。

这看上去是再传统不过的零售生意。但是，在日用杂货行业定倍率为3的效率水准下，名创优品把定倍率做到了1。也就是说，它的销售价格，基本就是别人的出厂价格。

所以，短短三年的创业期，名创优品在国内开了1 800多家门店，还在海外50多个国家和地区开了300多家店。成立4年后，名创优品一年的销售额，从0做到了100亿元。

有了这个底气，在互联网平台气势如虹，传统零售业哀鸿遍野、关店成风的今天，叶国富对实体零售店的未来有强大的信心，他说，未来3~5年电商会死掉一大片。他甚至还曾放言：

> 马云与王健林的赌局，我认为马云必败，如果实体零售输了，我愿替王健林出这个钱。

名创优品的背后有哪些秘密武器，能让“国富”敢在两位“首富”的赌局里插上一脚？

我们来理解一下叶国富的商业模式。

黄金地段的小生意

名创优品旗下的店铺，都是100~200平方米左右的小店（b），与Costco、家乐福等两层楼的超市相比，它的店铺面积太小了。

店铺虽小，但选址都很好，其门店几乎都开在购物中心和主流步行

街，而绝大部分购物中心及其周边、主流步行街都是吃喝玩购一条龙服务，人们在享受完吃大餐、喝咖啡、看电影、练瑜伽、做SPA（水疗）等体验式服务之后，顺便走进名创优品的门店挑挑选选。这极大地减少了消费者购物的时间成本。

但是，人流聚集区店铺租金必定不菲，名创优品是怎么做到在这么贵的地方，把日用杂货卖出超低价的？

有一次我对叶国富说，名创优品就是典型的短路经济。

名创优品这个小店最厉害的地方，就是携着1 000多家小b的购买力，直接去制造商（M）拿货，中间没有什么总代理、省代理等各级代理。日用百货的商品供应链被短路成了M2b。（见图4—3）

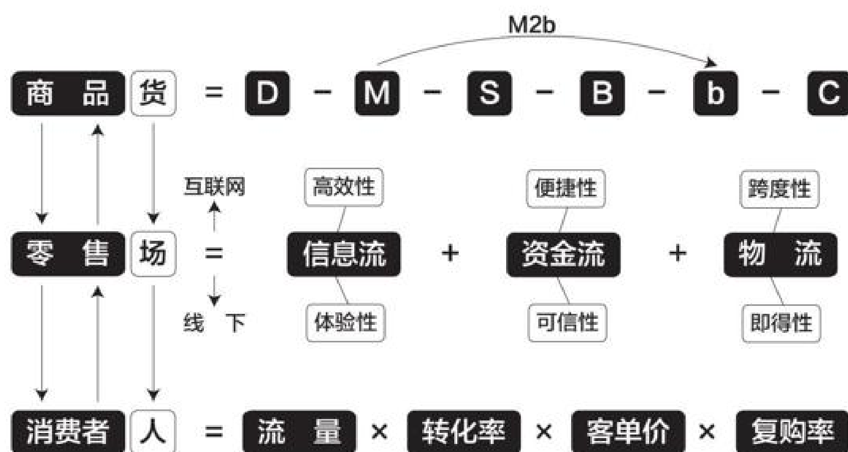


图4—3

别人投资，自己管理

叶国富在混沌大学演讲时曾说：

> 过去层层代理、层层加盟的时代已经过去了。今天的互联网时代，信息高度透明，招商、加盟这种封建式的游戏，没人陪你玩。
>
> 宜家、优衣库、Costco没有一个加盟店，没有一个代理商，全部是公司直接开店。名创优品在全国也没有一家加盟店，直接从工厂到店铺，中间没有任何环节。我们的所谓加盟商只是店铺的投资

人而已，他们没有任何经营权。店长、店员直接向总公司汇报工作。他们有什么意见，直接来找总公司。这样的模式带来渠道极短、效率极高、价格极低的效果。

这当中说的“所谓加盟商只是店铺的投资人”是什么意思？

叶国富用了一种介于直营和加盟之间的开店模式，叫作“直管”。直营，就是自己投资，自己管理；加盟，就是别人投资，别人管理；而直管，就是别人投资，自己管理。

投资人带着两种东西来找名创优品：好的店铺位置和钱。然后，你就等着分钱吧，管理的事情，我来。

聚沙成塔的规模效应

叶国富通过直管的模式，迅速聚集了1 000多家小b。

然后，他用这1 000多家小b的议价能力，直接找到了制造商（M），进行大规模采购，而且是一次性付款。

制造商当然很高兴。但是，名创优品希望制造商在同品质的情况下，将常规出厂价降低一半。制造商想了想，还是答应了。因为他们最在乎的不是毛利率，而是利润绝对值。

然后，名创优品作为品牌商，再加价8%~10%，作为品牌的运营费用，支持中后台的数据、仓库、采购的运营。

为了完全去掉所有的渠道，叶国富在全国建了七大仓库，每一个工厂生产完成，直接把产品按照指定数目送到各地区仓库，这些仓库是名创优品和工厂的共享仓库。根据每家门店的经营数据，中台的工作人员负责从七大仓库里调配货物，送到每家门店。门店只加价32%~38%，这笔钱用于支付门店的租金、员工工资和最后一段物流的成本。

现在我们来算笔账，过去出厂价1元，零售价3元。现在出厂价降为0.5元，加上8%~10%的品牌费和32%~38%的门店毛利，最后的零售价连1元都不到。

对于体积较小的产品，名创优品实现了从M到仓库到小b的短路经济。对于较大的产品，比如说行李箱，名创优品希望能“共享工厂”，将工厂作为仓库，下单后，直接从工厂到店铺，想尽一切办法缩短中间环节，提高效率。

这就是名创优品的“短路经济”，用M2b的模式，短路S和B，在短短4年内，获得了巨大的成功。

虽然叶国富本人希望代表线下零售，应对电商的挑战，但是有一次碰面时，我对他说：你其实和电商一样，是在用高效打低效。新零售并非线上和线下之争，而是高效和低效之争。叶国富的名创优品，就是一个典型的案例。

第4节
闲鱼、瓜子二手车：C2C打开万亿二手市场

二手闲置交易，一直是商业世界中一块巨大的蛋糕。在欧美国家，二手交易早已成为生活服务领域的刚需。早在19世纪末的法国，旧货市场就已经存在，只不过那时的旧货市场是穷人的天堂，贫民在垃圾堆里挑挑拣拣，并就地随手出售。在1886年，旧货市场以固定位置集市的形式被保留下来。

美国也有跳蚤市场文化。分类信息网站Craiglist上各种二手闲置物品的交易信息，让美国关于二手闲置交易的市场规模占社会零售总额的0.8%。

而在中国，一切才刚刚开始。以分类信息起家的百姓网、58同城的二手交易频道是国内最早的二手社区，孔夫子旧书网是专卖旧书的电商平台，还有豆瓣小组零碎、没有规则的交易形式等。

随着国民购买力的提升，加上网购的火爆和消费升级的促进作用，二手交易变成一片越来越重要的战场。第一财经商业数据中心的数据显示，2016年中国闲置市场规模保守估计已达4 000亿元。

不过，二手闲置物品虽受欢迎，但痛点很多。

过去，把自家的闲置物品拿出来卖，要经过C2b2B2b2C的一个过程。（见图4—4）

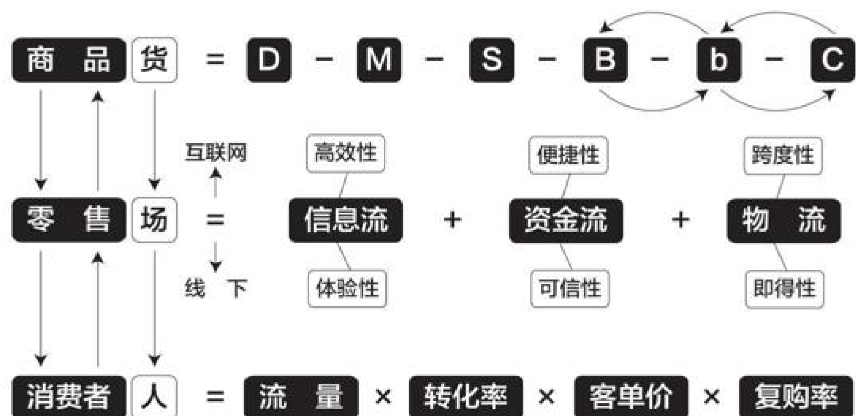


图4—4

这个链条解释起来就是，需要先找一个收旧货（b）的人来收，他们通常都是骑着三轮车走街串巷到处跑的人；然后，他们会把这些收来的闲置物品集中到一个大废品商或者说二手商手中（B）；二手商再分发给一些小商贩（b）去卖，这个时候想购买它的人（C）才能把它买走。

这些商贩和二手商通常鱼龙混杂、定价缺乏依据，商品质量和售后服务也难以得到保证，制约了二手物品消费市场的发展。

二手交易市场可以用短路经济的理念，把中间的B和b都短路掉，提升效率吗？

于是，C2C就成为二手交易市场中理想的商业模式。（见图4—5）

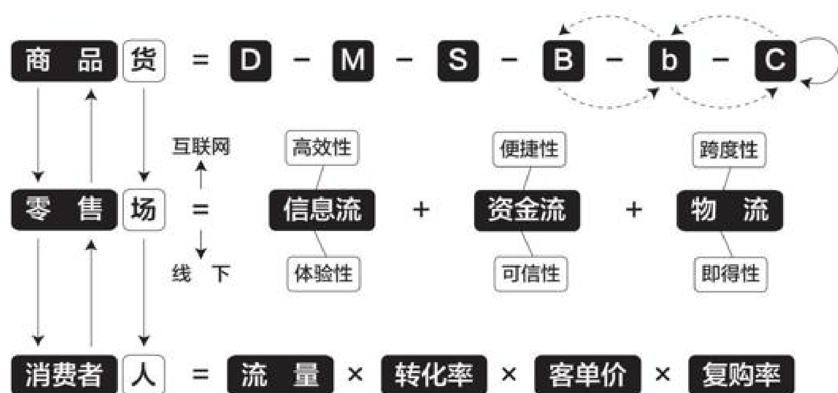


图4—5

用“鱼塘”构建C2C

2014年6月29日，闲鱼App上线，它最早的雏形是淘宝的“跳蚤街”频道。后来，跳蚤街又改名为“淘宝二手”。

现在，你想在闲鱼上出售闲置物品，只需把它挂在闲鱼平台上，尽可能地描述它的使用情况、型号等，然后报一个自己觉得合理的价格就可以了。如果有人要，你们可以约个时间，让对方把东西取走。这就是C2C，去掉了所有的中间环节，效率大大提高。在这个价值链中，每个人既可以是供应方，又可以是需求方，通过移动互联技术实现去中介化，供应方和需求方在移动互联平台上直接完成分享交易，不用再受中间商的层层“盘剥”。

截至2017年11月，闲鱼的用户数超过2亿，活跃卖家超1 600万，拥有45万个遍布天南海北的“鱼塘”，用户活跃度达41%。目前，印度、日本、南非等地都出现了活跃的“鱼塘”。

在闲鱼上，男性用户与女性用户比例约为1：1。妈妈们在这里交易更新换代速度很快的婴童产品，成为闲鱼上最活跃的群体之一。喜欢尝试新鲜事物的大学生、数码控也在闲鱼圈地互娱。还有一些用户在闲鱼并不是以交易闲置物品为主，他们发掘了晒照片卖“单身狗”等玩法。用户把闲鱼当作社区来玩，过程中自然地沉淀交易。他们的交易、对话、娱乐都是基于闲鱼App产生的动作，使闲鱼成为活跃度很高的移动化社区，甚至成为一种流行文化。

在闲鱼的拍卖频道，每个月都有5 000万用户在这里寻找奇特的商品，王菲拍卖手抄《心经》、papi酱拍卖广告资源，司法拍卖也把闲鱼作为重要的平台，在闲鱼上甚至出现过波音747飞机这样的拍品。

2017年，闲鱼最新的用户报告显示，其平台上16~27岁用户的比例为55%，这些年轻人在过去一年分享了1.68亿件闲置物品，平均每人赚3 456元，相当于多赚了一个月或半个月工资。

现在，我们来思考一个问题。传统C2b2B2b2C中间的B和b，在过去，就真的是盘剥者吗？他们就没创造价值吗？

他们当然有。在过去，大B和小b提供了两个非常重要的价值：

1.信息中介的价值。我想买个东西，不知道谁想卖；我想卖个东西，不知道谁想买。所以小b不管有没有买家，先从卖家手上收走二手商品，然后帮它找买家，提供了信息中介的价值。

2.信用中介的价值。买家担心，万一买到有问题的商品怎么办？卖家担心，万一买家付款有问题怎么办？这是信任的问题。所以大B不断经营自己的信用，让卖家拿到钱，让买家放心买，提供了信用中介的价值。

所以说，每一件事情背后，都有其商业逻辑。中介之所以能存在这么久，当然不是没有道理的。

那么闲鱼能够用互联网，短路实际上很有价值的大B和小b吗？

首先，闲鱼要解决信息中介的问题。

这是互联网的强项。在第二章讲到，互联网信息流的特征就是高效性。把想出售的商品或者想入手的宝贝发布在闲鱼上，就能很好地解决信息中介的问题。

每一件闲置物品的价值独一无二，用户要做的是把其中的独特之处展现出来。闲鱼后台有特定的算法，用户描述越详尽、越有故事的闲置物品越容易被系统抓取、展现。因此，逛闲鱼与逛淘宝不同，用户之间可以有大量的聊天、互动，甚至讲故事。

除此之外，闲鱼还同时具备会话功能，陌生用户间可以发送消息沟通，不会受到电话骚扰。通过支付宝担保交易，发货可以选择自取、快递，顺畅地完成整个交易过程。闲置物品一周内转卖成功的概率也很高。

为了增强信息中介的职能，闲鱼努力促成近距离的交易。这一点，在过去很难实现。

怎么做？注入社交属性。

闲鱼以用户的校园、办公园区、小区为单位，根据人口密度做地理围栏，建成本地化闲置交易社区——鱼塘。

鱼塘渗透力很强，只要有需求，就能活跃起来。媒体曾经报道过一

个来自酒泉东风航天城卫星发射中心的鱼塘。在那里，数千名科技工作者及其家属急需一个本地二手交易社区。过去，由于工作地点的保密性，传统电商难以给他们送货，航天城内交易闲置物品需求旺盛，而鱼塘成为迎合需求的最好载体。为此，闲鱼为他们建立了一个半径超过10公里，以附近居民区为地标的鱼塘。

随着用户在鱼塘内活跃度的提升，传统电商交易的需求被不断挖掘。社区化让闲鱼在快速发展中建立起自己的城池，C2C的链条更短，效率更高。

当然，如果只是出售闲置物品，闲鱼似乎与其他二手交易平台没有太大差别。不同于其前身淘宝二手，闲鱼主打的是“闲置物品交易社区”，社交的意图显而易见。从第一财经商业数据中心发布的闲鱼用户数据来看，它的确在朝着社区化的方向发展，成为90后和00后新的社交工具。

闲鱼上各种基于地理位置或兴趣组建的鱼塘，是年轻用户最集中的地方，其中超过40%的塘主为90后。这些年轻的用户在出售闲置物品之余，也将其当作分享交流的社区，这一点在各类兴趣鱼塘中体现得较为明显。比如，在宠物类鱼塘，分享最多的主题是晒自家宠物和关于宠物健康状况的求助帖。

为C2C注入社交属性后，用户的黏性和活跃度都得到极大提升。闲鱼上流通量最大的闲置物品品类是3C（计算机、通信、消费类电子产品）、服饰、母婴。随着闲置物品交易量提升以及社交属性被进一步激发，平台上还产生了大量的闲鱼段子和故事。

作为信息中介，闲鱼基于互联网的C2C模式，有着天然的巨大优势。那么，作为信用中介，闲鱼也能胜任吗？

通常来说，闲置物品交易在熟人之间都是有障碍的，因为熟人之间谈到钱、交易很伤感情，更不用说缺乏基本信任的陌生人，怎么办？

首先，闲鱼用户必须经过实人认证（扫描面部特征），买卖东西则必须有支付宝。这相当于社区的身份证和入门卡。

然后，在闲鱼的“信用速卖”功能中，用户只要芝麻信用超过600分，就能享受“先收钱，后卖手机”的待遇。芝麻信用的介入，让闲鱼的

信用度陡增。

此外，闲鱼通过阿里巴巴的大数据、芝麻信用体系、淘宝用户等级以及新浪微博等社交媒体信息，形成一套新的信用评判体系，构建了闲鱼的“半熟关系”，增加了交易的可能性。

所以，信用这项虚拟资产，在这个虚拟的时空中，其价值被充分地放大了。

通过运用更高效率的新科技，解决信息中介和信用中介两个问题后，闲鱼短路了传统二手交易C2b2B2b2C中的B和b，形成了C2C的短路商业模式。

闲鱼上线3年后，在其2017年战略发布会上，阿里巴巴集团闲鱼总经理谌伟业称，闲鱼要成为继淘宝、天猫之后，阿里巴巴正在催生的第三个万亿级平台。

二手车市场的“终极模式”

C2C短路经济模式，有没有可能用在大额二手交易中呢？比如二手车。

没有地域限制、服务网络广、减少中间环节、买卖双方直接交易、信息公开可查、透明度高，C2C会是二手车市场的终极模式。这就是“瓜子二手车”CEO杨浩涌和“人人车”CEO李健的共同信仰。

长期以来，二手车交易是个混乱的市场。与交易闲置物品类似，过去二手车交易也是一些小商贩来收车，再卖给较大的二手车经销商，经过统一处理，再分给小店把它卖掉。这就是C2b2B2b2C的传统模式。一辆车从原车主到达最终购车者，中间经历三四手的倒卖也属正常，毫不奇怪。

但是，二手车的情况很复杂，可以说是一车一况，一车一价，交易流程中的检测、贷款、维修等环节均存在信息不对称，且无统一标准。传统的大B和小b的机构信用，就显得非常重要。

所以，这些信仰C2C的二手车交易平台，解决信息中介的问题不足

为奇，但是它们也能解决信用中介的问题吗？

2015年9月15日，赶集网创始人、58赶集联席CEO杨浩涌宣布“赶集好车”更名为“瓜子二手车直卖网”。杨浩涌解释说，大家想到瓜子时，状态就会很放松，一边嗑瓜子一边聊天，瓜子二手车要让二手车交易像嗑瓜子一样简单、放松、信任、直接、开心。因为毫不避讳地主张消灭中间商，实现个人买主和个人卖家两端的顺畅交易，瓜子二手车被媒体称作二手车电商C2C模式的鼻祖。

那么瓜子二手车是怎么解决信用问题的？

瓜子二手车的C2C模式，虽然不赚“暗地”的差价，但是赚“明面”的佣金。个人卖家和买家通过平台完成交易，瓜子二手车收取4%的佣金。然后，由平台提供车辆检测和信用担保。杨浩涌曾经这样表述瓜子二手车想做的事：

> 你想卖车，瓜子二手车上门给你操作，你什么也不用管。你要买车，瓜子二手车带着你去看，你只需要决定是否购买，后面一切烦琐的事务都由瓜子二手车来做，包括后续服务。如果你现在钱不够，瓜子二手车平台给你提供贷款。你买了车之后不知道怎么维修保养，瓜子二手车帮你解决……这就是我希望打造的链条和服务体系。

所以，瓜子二手车是用平台的服务进行车辆检测，用平台的信用进行信用担保。你不用相信卖家，他也不用相信买家。你们信不信我？信我的话，我告诉你，我检测过，车没问题，可以买，我不会骗你的。

随着瓜子平台信用的不断建立，买家和卖家交易的担心会越来越少。如果有一天，大家能像相信“京东无假货”一样，相信“瓜子不骗人”，它的模式就离成功不远了。

现在，链条的两端都已经尝到了甜头。瓜子二手车官方表示，瓜子平台为买家节约了至少5%～7%的费用，使卖方多获得10%左右的收益。

这就是短路B和b的C2C短路经济模式。

第5节
天猫小店：S2b赋能传统夫妻店

2017年5月26日，阿里巴巴总参谋长、湖畔大学教授曾鸣在“天猫智慧供应链开放日”的论坛上发表了一次演讲。在这次演讲中，曾鸣提出了S2b的概念（见图4—6），这是对新零售、新商业未来的创新思考。

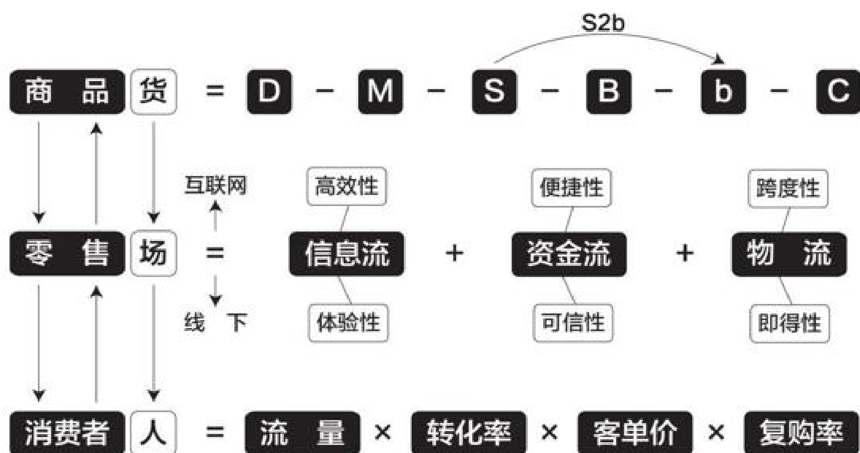


图4—6

到底什么是S2b？

按照曾鸣的解释，S指大的供应链平台，会大幅度提升供应端效率；b指一个大平台对应万级、十万级甚至更高万级的小b，让它们完成针对客户的服务。

小b是生长在供应平台上的物种，它有可能是一家夫妻店，有可能是一位网红，也有可能是一位设计师，S这个大平台要保证质量和流程的高效，但最重要的是让小b自主地发挥它们最能触达客户的能力，把人的创造性和系统网络的创造性有机地结合在一起。

大平台S不承诺给小b提供流量，不承诺保证小b的生存，但会提供后台支持。小b要自己去找流量，甚至对于起步的平台S来说，要找到自

带流量的小b。实际上，任何小b在不同的网络平台上都有自己的小网络、小圈子，它们可以利用自己的互联网工具影响一批人。怎样让这些小b充分利用自带的流量，充分发挥自主能力，形成一种新的驱动力，这是未来非常有趣的一件事。

曾鸣说，未来的一切都是服务，产品只是服务实现的一个中间环节，S和b之间既不是买卖关系，也不是传统的加盟关系，而应该是赋能关系，这个模式将是未来五年最值得大家努力的战略方向。

在演讲中，曾鸣提到了一些S2b的雏形。比如，杭州传统的批发市场四季青完成了一次升级——批发档口与零售和生产之间的升级。整个四季青变成了一个草根版的时尚发布平台，其前端的小b就是大大小小的网红，其中大部分小网红并没有设计和生产能力，他们依赖类似四季青这样的供给平台基于商品方面的需求。网红要做的就是跟客户实时互动，挖掘需求，甚至通过商品的预发布来让客户参与产品的设计。网红推动品牌在线化，四季青帮助网红实现后台的平台化，这两股力量会进一步向整个生态圈渗透。

那么，到底曾鸣说的S2b，在现实生活中，有没有真实的应用呢？

给小卖店配备“现代化武器”

其实，在第二章重点讲述的天猫小店就是S2b这种商业模式的完整案例。现在，我们用S2b的逻辑，重新理解一下天猫小店。

在天猫小店的案例中，S是天猫搭建的零售通平台，小b是散落在全国各地无数小区里的传统小卖部。因为S的存在，小b再也不用去批发市场进货了，S2b短路了中间的层层渠道。

在S2b模式中，小b被S赋能，提高了效率；而S也从这些小b中，收集了大量的流量。这些线下流量和线上流量未必重合。比如，在线上买东西的可能是年轻人，而在线下买东西的可能是老年人。

除了用S2b的短路经济帮助天猫小店提高经营效率外，阿里巴巴也在用一些黑科技，帮助小店提高销售业绩。

2018年的春节和情人节撞车，在情人节前夕，杭州西溪路418号的

天猫小店里多了一台小机器，两张脸凑上去，就能检测出夫妻相似指数。相似指数高，还能打折，越高折扣越大。

阿里巴巴零售通方面表示，这是阿里巴巴达摩院机器智能技术实验室推出的“夫妻相”打折活动。活动背后应用到两项技术：一比一人脸识别和笑容人脸属性检测。

消费者只需要和同行的家人、朋友拍张照，人工智能就可以综合两张面孔的相似度、开心程度（微笑灿烂程度）评出“夫妻相”指数，不同分数可以换取不同的奖励。相似度90分以上，可以得到88元抵用券；相似度0分，也能拿到5元抵用券，作为安慰奖。

据说，已经有不少消费者前去考验夫妻感情了。阿里巴巴相关负责人表示，工程师们用余力开发这样一款小工具只是让大家乐一乐。但对于全国600多万家零售小店来说，阿里巴巴达摩院的黑科技最终都会为它们赋能，让街头巷尾的夫妻小店有机会升级为智慧小店。

通过S对b的不断赋能，那些小卖部有机会从曾经的“小米＋步枪”时代，直接过渡到“现代化武器”武装的新时代，从而提高效率。

零售业之外，超多小b等待赋能

其实，S2b这一商业模式的应用范围很广，不仅是零售行业，在其他存在大量小b，且小b缺失信息化、数据化、网络化能力的行业都可以应用。

比如，手机维修行业中大部分企业都是小店模式，大多城市都有一个类似于手机维修一条街这种小店聚集的地方。传统的手机维修零件分销层级和大多零售品一样，零件出厂后，经过总代理、各级代理和分销商，再进入维修小店。

怎么办？

一个名为“好维修”的手机维修小店服务平台，用平台作为S，向维修小店这种小b提供服务，短路掉中间的各级代理。这就是手机维修领域的S2b短路经济模式。据计算，通过好维修平台的S2b模式直接进货，小店端平均可以增加10%左右的毛利。

目前，好维修主要推广的市场为三四线城市。数据显示，中国的2 800多个县城、地级市中，每个地域都有50～100个维修点，每个点一年的维修流水大概在20万元左右。由此算来，中国三四线城市的手机维修市场能达到千亿元级规模。如果好维修能服务好这么多小b，从千亿元级市场分取一块蛋糕还是很有可能的。

自从曾鸣提出S2b这一新模式后，不少企业都在探索这一模式。某在线旅游平台试图打造旅游S2b平台模式，帮助中小旅行社进入新零售时代。

目前，旅游行业的态势是OTA（在线旅行社）价格战打了很多年，但线下仍然是主流市场，且线上获客成本很高，甚至超过了线下。2016年开始，OTA纷纷把目光投向线下，与此同时，很多线下的大型旅行社开始探索线上模式，试图实现线上、线下全渠道销售。

但对中小旅行社来说，想实现线上、线下的融合，成本极高。于是，旅游行业内就会出现S2b商业模式：一个大供应链平台（S），集成和协同链条上的各个环节，为中小旅行社（b）提供产品、技术服务。中小旅行社（b）收集流量，供应链平台（S）保证产品质量，短路掉曾经绕不过去的中间环节，让旅游产品可以在最短的时间内，通过中小旅行社送达消费者手中。

第6节
海尔、必要、红领：链条反向模式走高质低价路线

短路经济有两种形态：环节短路和链条反向。

前面分享了很多环节短路的案例，比如Costco的M2B，名创优品的M2b，闲鱼和瓜子二手车的C2C，天猫小店的S2b。现在，我们来看一下短路经济的另一种形态：链条反向。（见图4—7）

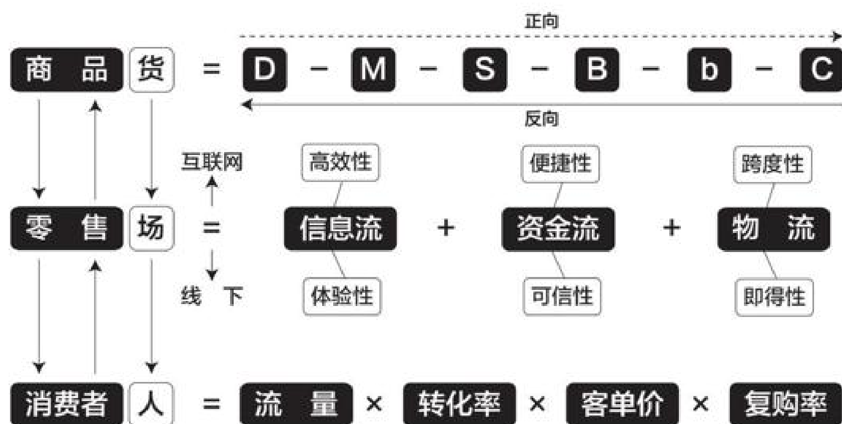


图4—7

什么是链条反向？

链条，指的就是商品供应链D—M—S—B—b—C，从左往右，是传统商业的正常流向，是正向的企业设计、生产、销售。

站在企业的角度想，这个方向太正常了。企业决定生产时，并不知道每一件具体的商品卖给谁。虽然也会做一些市场调研，但毕竟是预估，不一定准确，怎么办？企业会先生产出来，然后用利润“聘请”整个商品供应链帮忙找到消费者，把产品卖给他们。

所以，在这个从左到右的商品供应链，零售被称为末端。

但是，把零售当成末端的商品供应链，给商业界带来一个顽疾，那就是库存。商品供应链里的库存问题，甚至有一个专门的名字：牛鞭效应。

什么是牛鞭效应？

每年过年，大家都会买年货。零售商平常每月能卖1 000套，估计春节期间能卖1 500套，也有可能卖2 000套。那进货时，到底是定1 000套、1 500套，还是2 000套呢？定2 000套吧，万一不够呢？零售商又加了50%的冗余。

所有零售商把订货数报给市级代理。市级代理一看，总定量是20万套，那就向省级代理定20万套吗？万一不够呢？加点儿冗余，定30万套吧。省级代理统计数字，一共有200万套需求，同理也加了冗余，向总代理定了300万套。总代理收到全国2 000万套需求，向厂家定了3 000万套。最后，厂家生产了4 000万套。

最后卖出去多少呢？可能只卖出去1 000万套。

这就是牛鞭效应。从零售商层层反馈到制造商的生产数据，被不断放大，越来越失真，像甩动的牛鞭一样。而牛鞭效应的代价，就是整个商品供应链中积压的库存。

虽然商业世界想了无数的方法，库存问题也已经有了不少优化，但是它依然是正向商品供应链的顽疾。

怎么办呢？

如果把商品供应链反过来呢？零售不再是链条的末端，而变成开头呢？如果能拿着有名有姓的真实需求，反向往上求，按需生产，不就没有库存了吗？

于是C2B模式、C2M模式，应运而生。

C2B：海尔的无灯工厂

理解C2B之前，需要先了解什么是B2C。

B2C是指商家直接面向消费者销售产品和服务，是商品供应链中最常见、最基本的商业模式。把这一模式放到线下，就是大家熟悉的超市、商场、购物中心；把这一模式放在线上，就是常说的网上商店，比如当当、京东、天猫等。

如果把C和B调换位置，变成C2B呢？这就发生了本质的改变。

2012年，阿里巴巴提出C2B模式，即企业按消费者的需求提供个性化产品和服务。该模式被认为是对传统工业时代B2C模式的根本性颠覆，是新商业创新最重要的工作。（见图4—8）

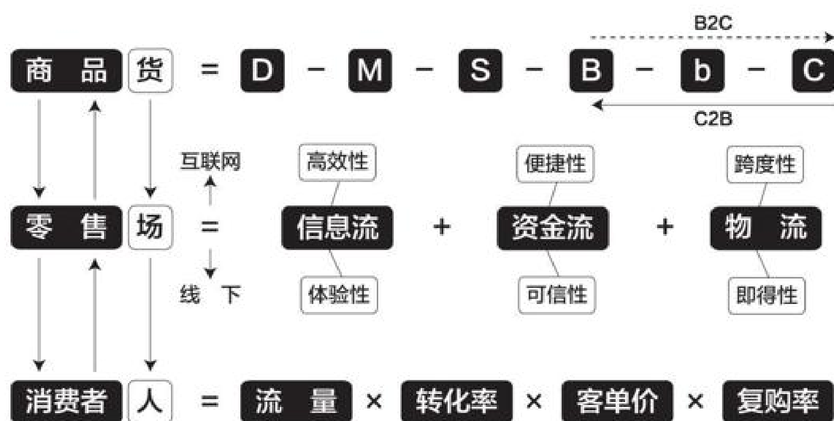


图4—8

2013年，海尔和天猫合作，在双十一推出了C2B定制冰箱。消费者（C）可以在海尔天猫旗舰店上按需选择容积大小、调温方式、门体材质、外观图案等。海尔柔性化的生产链，可以同时满足超过500个型号的产品定制服务，解决消费者个性定制需求。2015年，海尔还拿下了《超能陆战队》《冰雪奇缘》等迪士尼公司出品的动漫形象使用权，进一步满足外观图案的个性化需求。

消费者选择并定制后，在天猫旗舰店（B）下单，然后海尔的工厂开始按照消费者的定制要求，按单生产。

作为海尔集团的战略顾问，我请海尔集团战略部安排，专门参观过这个定制工厂，也就是海尔著名的“无灯工厂”。什么叫无灯工厂？因为

没有人，所以不需要开灯。整个工厂里，几乎全是机器人。

海尔先对冰箱、洗衣机等电器做了模块化设计。比如，洗衣机有25个模块。要不要带烘干功能？这是一个模块。操作面板是机械面板还是电脑面板？这又是一个模块。

然后，消费者对这些模块的选择和定制，被派发到生产线，机器人按照订单，在同一条流水线上，生产不同的冰箱。这就是柔性生产。

我在中国的海尔和德国的宝马，都参观过柔性生产，同一条生产线上，下线的每一台冰箱、每一辆汽车，都不一样，十分震撼。

参观完，我相信确实不用开灯，因为都是机器人。机器人干活，不需要灯。

海尔的C2B模式，彻底消灭了成品库存。除此之外，还解决了什么问题呢？

海尔在盘点这次C2B尝试时，公布过一组数字：

> 集中批量采购成本下降10%，提前整合营销成本下降10%，降低仓储占用成本下降7%，集中干线物流成本下降5%，加快资金周转成本下降4%，降低库存风险成本下降7%，最高可将成本降低43%。

可降低的商品成本超过40%，意味着用C2B模式，消费者可以买到完全为自己定制的产品，而且更便宜。

2016年，一位用户发了一条微博：

> @海尔　你们可以出一款外观像宫殿一样的迷你冰箱，宫牌打上冷宫！绝对棒得没话说……

七天之后，海尔把这台“冷宫”冰箱送到这位用户家中。

反向＞定制：必要商城

海尔的C2B模式，做得非常成功。而必要商城的创始人毕胜，对反向定制模式的看法却非常不同。他说：

反向定制的本质，是反向，不是定制。

毕胜是百度早期的创始员工之一，曾出任百度的市场总监和总裁助理。2005年，百度上市后他急流勇退，赋闲三年后，再度出山创办鞋类电商乐淘网。当时，毕胜并没有做电商的经验，在乐淘网交了几个亿的学费。2013年，他出售乐淘网，创办必要商城。必要商城是一个被称C2M（见图4—9）的反向定制平台，消费者先按照自己的尺码和喜好下单，然后厂家再生产。

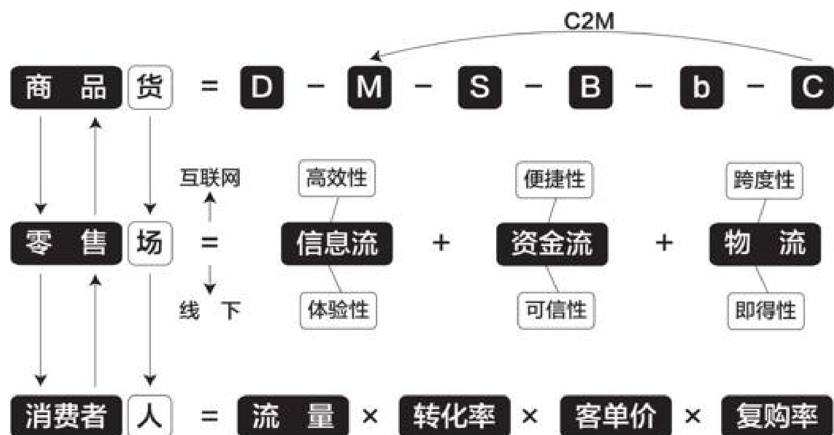


图4—9

到底什么是C2M？就是一端连着消费者，另一端连着制造商，不但反向，还短路掉b、B、S等一切不必要的环节，砍掉所有不必要的成本，用高质低价吸引消费者，用零库存吸引顶级制造商。

2015年，必要商城刚上线没多久，我和毕胜进行过一次深度访谈。当时，我还专门在必要商城定制了一双号称是由“博柏利中国代工厂按照给博柏利代工的品质生产的皮鞋”。我选了自己喜欢的鞋面颜色、鞋底和鞋带，下单大约20天后，鞋子寄到了。我不确定博柏利是否真的会如毕胜所说，把这种品质的皮鞋卖到5 000元，但我的试穿感受是，这种品质的皮鞋只卖399元，确实大大物超所值。

为什么毕胜说，这是“反向＞定制”呢？

因为真正解决库存这个顽疾的，不是定制，是反向。在毕胜看来，C2M是解决库存难题的终极答案。C2M模式是按需生产，没有库销比，先有订单再生产，最大限度地解决库存问题。

我问毕胜，C2M一定是最佳良方吗？其他策略不行吗？比如爆品策略：在一个品类里全力以赴做好一两款产品，一经推出就火爆热销，这样自然也没有库存压力。

毕胜认为，爆品策略并不能彻底解决库存问题。因为人的预测能力有限，生产完之后没火爆的可能性始终存在，到那时为应对火爆热销而大量生产的备货就成了大麻烦。爆品策略的难点在于如何保证每次都预测正确。

C2M虽然尽可能地减少了中间环节，但对制造商会不会造成压力？毕竟，工厂的原材料总要备库存，比如与必要合作的鞋厂总得事先购买皮革和鞋底等原材料。毕胜认为，C2M的原材料库存不会对制造商造成压力，因为原材料本身是保值的，有时还会增值。比如从非洲购买的原材料，一旦非洲出口量减少，还能增值。但原材料一旦做成产品，成为积压的库存后，就会大幅度贬值。

海尔是从制造商进入零售，必要商城是从零售商倒逼商品供应链。这两家公司的基本逻辑完全一样，用链条反转的短路经济模式，消灭库存，提升商业效率。

未来，中国制造的趋势是：低质高价和低质低价的商品存活空间将会越来越小，甚至被逐步淘汰；高质低价的零售业，将会迎来它的时代，而C2M模式是实现高质低价的一个有效手段。

C2M：红领15年的试验

C2M模式，把零售当成起点，而不再是末端。

商业界还有一位大佬极为推崇C2M模式，他就是复星集团董事长郭广昌。围绕C2M，复兴投资了三家有代表性的企业：构家、阳光印网、红领。

构家是互联网整体家装开创者之一。关于构家的C2M模式，构家创始人颜传赞曾介绍说，构家的室内设计信息化系统除了“一键构家”功能之外，更重要的是，系统可以直接导出图纸对接到工厂生产端，快速响应C端用户的需求，将用户数据连通工厂生产端，用户需求前置，最终实现C2M。

阳光印网同样如此，旨在通过C2M模式对印刷行业进行互联网化改造，连接线下印刷工厂和客户，打造企业采购平台。2016年6月，阳光印网获得3.5亿元人民币C轮融资，由复星集团领投，软银跟投。

最后，来说说大名鼎鼎的红领集团。

红领集团是一家做男装起家的传统服装企业。2003年之前，红领和大多数中国的服装厂一样，以代工为生，自主品牌的成衣仅在它的所在地青岛有一定影响力。

海尔的冰箱、洗衣机虽然也有库存，但服装业的库存和家电制造业完全不是一个概念，要可怕得多，因为服装业品类深度要深得多。

什么叫品类深度？

消费者去买一件衬衫，挑了39号领口的尺码，但38号的生产商要做吧，40号的也要做吧，甚至从36到44号，一件都不能少。如果消费者买的是深灰色的衬衫，那么，深蓝色要不要做？浅蓝色呢？红色呢？流行色一件都不能少。

所以，同一款设计的衬衫，服装这个品类的深度，比冰箱、洗衣机要深得多。因为人的身材、喜好千变万化，无法标准化。服装业的库存问题，是整个零售业的顽疾。

红领集团的总裁张蕴蓝曾经对我说，对很多服装品牌来说，每销售一件衣服，大概会产生三件库存。所以可以说，你买一件衣服，等于付了四件衣服的钱，只不过另外三件没有给你而已。那另外三件去了哪里呢？另外三件库存，催生了服装业特有的一种商业模式——奥特莱斯和唯品会等专门为鞋服行业消库存的商业模式。由此，可以看到鞋服行业的库存已经到了非常严重的地步。

怎么办呢？从2003年开始，红领开始了一场耗时15年的试验：用不

一样的思路解决库存和竞争问题，这个思路就是C2M。

C2M的第一步是准确收集消费者（C）的需求。

2003年，红领的定制业务从纽约起步。红领在此有很多合作伙伴，他们用红领旗下的品牌或自己开发的品牌开店。这些店的首要任务就是搞清楚顾客的西服定制需求。他们在店里给顾客量体，会采集19个部位的21个数据。据说这些数据不仅会给出尺寸，还能判断形体，比如是否驼背。

采集了身材数据，这些零售店就要和消费者一起讨论“喜好数据”。

他们与顾客一起选择：这件衣服应该配什么样的扣子，领口是否应该斜一点……红领给消费者提供非常丰富的选择，扣子、面料、花型、刺绣都有很多种，顾客可以根据店里的原料或成衣来挑选。

最后，北美的合作伙伴把消费者（C）的身材数据和喜好数据发给红领在青岛的工厂（M）。从C到M，红领拿到数据后，会有一轮审核，看这套西服这么搭配合不合理，然后开始安排生产。

我专门在红领定制了一套西装，也请张蕴蓝带我去生产线参观了一遍。

首先，我看到一台巨大的机器，在我选的那块布上面切下去。这块布，就被切成了布片。这个过程叫作制版。

制版这件事，过去都是由老师傅来做，一套高级西装的制版费，就是几万元。一个顶级的制版师，一年收入几百万。

但是，在红领，这样一刀下去就解决了。

我问张蕴蓝，这行吗？

她说，这项能力的核心是把经验数据化。根据十几年的服装定制经验，红领把人体三维数据与布片二维数据对应起来，技术团队经过四次尝试才建立起匹配算法，变成数据库，并且不断添加、优化。到2016年底，红领数据库中的标准版型已达40万套，衍生版型（比如一粒扣子变化即可视作一次衍生）多达百万亿套。现在，这个数字还在不断增加。

我注意到，每一块主料上，都被订上了RFID（射频识别技术）物联网芯片，然后挂在杆子上，开始走流水线。

当流水线走到某个女工面前时，她用这上面的RFID物联网芯片，嘀地碰了一下缝纫机上的小电脑。这个小电脑有个6寸大小的屏幕，屏幕上会出现这件衣服应该缝几颗扣子，单色还是多色。有些屏幕会显示凸肚体或袖肥，这意味着她要依靠经验和手感，把收口处留大些，并使袖子适度靠后，以保证这件衣服的主人不会觉得腋下紧绷。每个工人只需要做好自己环节的一小件事，整套系统就跟富士康工厂的流水线一样。

我看到女工要做这么复杂的工作，又有了疑问。

我参观过一些别的西装工厂。在那些工厂，西装制作流程被精细化分解，每个女工一整天只需要做一个动作，缝纫机上只有一卷线，也不需要换线。那样效率多高。而红领的工人现在面对7～8卷线，那么多扣子，还要看屏幕，效率不是降低了吗？

张蕴蓝说，这样做，女工的效率确实降低了，体现到成本上，红领集团定制业务的成本是过去成衣制造的1.1倍，但是我们的净利润率却远远高于传统成衣行业。以巅峰时期的美特斯邦威为例，2011年，其净利润率为12%，而现在，美邦净利润率为负数，我们净利润在20%以上，甚至能达到30%，为什么？因为我们彻底消灭了库存。

这就是C2M的优势，通过反向定制，取消了中间环节，做到零库存。过去一件衣服价格里有50%是为库存买单的。

最后，走完整条生产线，我们看到下线的每一件西装，都完全不同。张蕴蓝拿起一件西装，对我说，你看每一件西装，都能大概看出这个人的职业、喜好、习惯。每个人都应该有不一样的西装。

这个耗时15年的C2M试验，让今天的红领不但获得了投资人的青睐，也在市场上红得发紫。

和张蕴蓝同读湖畔大学的张宁，也是我十几年的好朋友，最近在依托红领的反向定制能力提供的供应链平台（S）上，开创了一个独立的男士品牌“半度先生”，成为品牌零售商（b）。半度先生（b）的设计能力、获客能力，为红领的供应链平台（S）带来流量；红领的供应链平

台（S）又为半度先生（b）赋能。估计张蕴蓝和张宁在湖畔大学听过阿里巴巴首席参谋长曾鸣教授的课，现在又开始在S2b上发力。

除了用S2b模式支持万千渠道品牌，红领还做了一个互联网工业品牌“酷特”，帮助中国传统制造业转型升级。红领之所以能获得成功，工厂的柔性化生产能力是核心。2016年年初，红领开始向外输出以定制为核心的企业转型升级解决方案。目前，与红领签约的各行业企业超过60家，完成改造的有三家，包括一家牛仔裤工厂、一家化妆品企业、一家家具企业。随着中国具备反向定制能力的M越来越多，C将有越来越多的机会，短路越来越多的中间环节，让零售直达工厂。

第五章
未来已来



还记得我们在第一章提出的问题吗？

到底什么是新零售？

零售有新旧之分吗？

真的有必要分吗？

“给消费者提供最好的产品和服务”，这一零售的本质，难道不是从未变过吗？

电商是新零售吗？

连马云都投资了银泰、大润发、欧尚，零售难道不是在喧嚣之后，开始回归本质了吗？

无人超市不是开始关门了吗？

无人货架不是开始倒闭了吗？

所以——

到底什么是新零售？

现在，这些问题你有自己的回答了吗？我想在最后，把答案毫不遮掩、清楚鲜明地总结为四点：

1.零售的本质，是连接“人”与“货”的“场”；

2.“场”，是信息流、资金流和物流的万千组合；

3.“人”，会通过“流量x转化率x客单价x复购率”的层层过滤，接触“货”；

4.“货”，要经历D—M—S—B—b—C的千山万水，抵达“人”。

怎样才能提高零售的效率呢？答案有三点：

1.用“数据赋能”，优化信息流、资金流、物流的组合；

2.用“坪效革命”，提升流量、转化率、客单价、复购率的效率；

3.用“短路经济”，缩短D—M—S—B—b—C的路径。

到底有没有新零售？当然有。

新零售，就是更高效率的零售。（见图5—1）

理解了新零售的总体框架和演进逻辑，在本书最后一章，我们来谈两个话题。

第一，思维模式。

为什么总是有人要等到无路可退，才愿意接受时代已经变化的现实？而为什么总是有人能抓住时代赋予的机遇，实现跨越式发展？要用什么样的思维模式，面对新技术、新工具所推动的商业模式变革，比如新零售、新制造、新金融等，始终先人半步？

第二，未来趋势。

商业逻辑不仅是用来总结过去的，其更重要的作用是通过总结过去、验证规律，来判断未来。到目前为止，本书讨论的都是已经发生的变化。未来，新零售还会出现哪些变化和机遇？

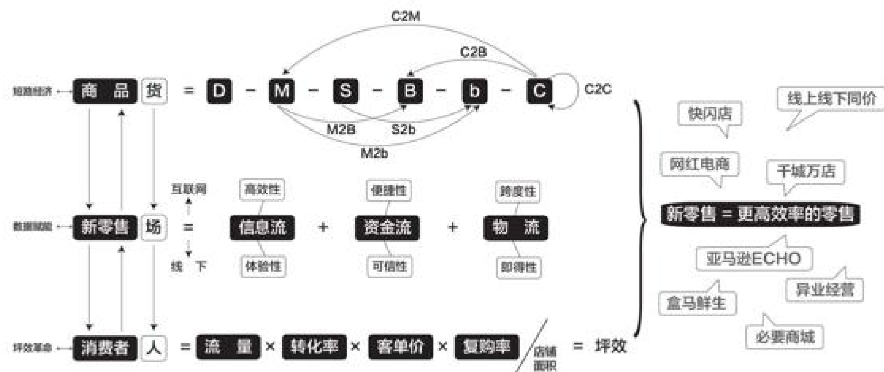

C2M
C2B
商 品
货
= D - M - S - B - b - C
C2C
M2B
S2b
M2b
互联网
新零售
场
=
线 下
高效性
信息流
体验性
+
便捷性
资金流
可信性
+
跨度性
物 流
即得性
消费者
人
= 流 量 × 转化率 × 客单价 × 复购率
店铺
面积
= 坪效
快闪店
线上线下同价
网红电商
千城万店
新零售 = 更高效率的零售
亚马逊ECHO
异业经营
盒马鲜生
必要商城

图5—1

第1节
变革时代的思维模式

没有哪种思维模式，必然先进于其他模式。

对“后果可接受度高”的产品，比如互联网产品，改个按钮位置、换个背景音乐等，可以“小步快跑，快速迭代”；对“后果可接受度低”的产品，比如建设核电站、发射火箭，就要“一次性把事情做对”。有时候，你要“让听得见炮火的人指挥战争”；有时候，你要“砍掉基层的脑袋、中层的屁股、高层的手脚”。张小龙说，要警惕KPI（关键绩效指标）；而马云在湖畔大学的第一课，就是讲KPI的重要性。

每一种思维模式，都有其对应的适用场景；反之，每一种场景，也必然有与其相应的思维模式。

稳定时代，大者恒大，强者恒强。20世纪的最后10年，PC（个人计算机）的稳定时代，人们无法想象如何超越微软；21世纪的前10年，互联网的稳定时代，人们无法想象如何超越谷歌。

那么，在变革时代又如何呢？

随着科技的发展、时代的进步，在变革时代，大公司总是被小公司打败，然后小公司成长为大公司。

稳定时代，是大公司收割的时代；变革时代，是小公司翻身的时代。

在变革时代，比如新零售的到来，有哪些思维模式能够帮助小公司翻身、大公司警醒？我认为，至少有三种。

进化思维：日心说不是本质，地心说更不是

2017年，我受吴晓波邀请，参加以新零售为主题的千人大课，并做

了演讲——这是我第四次在他的千人大课做演讲。而那次大课被吴晓波评为“最没有共识”的一次：有人认为新零售是这样，有人认为新零售是那样，有人认为根本就没有新零售。

之后不久，我又参加了领教工坊组织的，也是以新零售为主题的论坛：新零售，是颠覆式创新，还是回归本质。嘉宾们同样各抒己见，难有共识。

面对关于到底什么是新零售、有没有新零售的争议，我在发言时，带大家简单回顾了一下哥白尼的故事。

最初，人类相信大地是平的。现存史料证实，从古典时代的希腊（公元前5世纪至公元前4世纪），到铁器时代的近东，再到印度的笈多王朝（公元4世纪至6世纪）和北美的原住民，以及17世纪之前的中国，许多古代民族对天地的理解基本一致。如果你问那时候的人，天地的本质是什么？他们会说：

天空犹如一个大碗，倒扣在平坦的地面上。

你也许觉得他们愚昧，但是，人类的祖先仅凭双眼和感觉，推断脚下的土地是一个平面，在那个没有飞机、卫星相助的时代，得出这样的结论并不意外。

后来，随着宗教和科学的发展，人们发现大地不是平直的。从海面驶来一艘帆船，你会先看到桅杆，然后才是船身；如果大地是平的，应该同时看到。然后，人们用漫长的时间接受了托勒密的“地心说”。地心说可以预测日食、月食，也可以解释一些天文现象，一直被视作正统思想。如果你问那时候的人，天地的本质是什么？他们会说：

地球处于宇宙的中心，所有星体围绕地球转动。

地心说，就是那个时代天文学说里的“新零售”。

当然，今天我们早已知道，地心说也不是天地的本质。波兰天文学家哥白尼经过观察和推导，认为地球不可能是宇宙的中心，否则很多天文现象无法解释。他提出“日心说”，认为地球是围绕太阳转动的，他的

不朽名著《天体运行论》被认为是现代天文学的起点。

如果你问那时候的人，天地的本质是什么？他们会说：

> 太阳才是宇宙的中心，地球也要围绕太阳转动。

日心说，就是那个时代天文学说里的“新零售”。

你一定听过不少历史故事，知道当时的人们接受日心说有多难，一直宣扬哥白尼学说的伟大天文学家布鲁诺，甚至为此被烧死。

但是，时代的进步并没有停止。后来人们认识到，太阳其实也不是宇宙的中心，它只是太阳系的中心；整个太阳系只是银河系的一部分，而整个银河系在宇宙中微小如一粒尘埃。

那么，一个有趣的问题就来了：日心说不是本质，但因此可以说地心说是本质吗？

当然不能。我们认识本质的道路，只会往前走，永远不会回头。太阳不是宇宙的中心，只能证明日心说是错的，但不能证明地心说的正确性。

这就如同我们现在对待新零售的态度。曾经，线下零售就像地心说一样，被当作零售的本质。后来，互联网电商出现了，人们发现，线下零售原来只是零售的一种形态，并不是本质，甚至不是最有效率的一种形态。这时，很多人开始信仰像日心说一样的互联网电商。

同样，互联网电商遇到了发展的瓶颈，被证明也不是本质。很多传统线下零售就像地心说拥护者一样，欢欣鼓舞：你看，总算要“回归本质”了吧。但是，互联网电商遇到问题，并不能证明线下零售就是本质。

西尔斯是19世纪的新零售，沃尔玛是20世纪的新零售。零售，它一定会继续往前走。零售的本质在前面，永远不在后面。

这就是“进化思维”。思维模式和生物体一样，必须不断进化。我们今天对新零售的理解，也一定会在某一天，显得很“旧”；这本书的内容，有可能在10年后甚至5年后来看，也有明显的时代局限性。进化，必须一步一步往前走，从不停止。

加入时间轴，用俯视的眼光看待零售的变迁，就会发现：

> 这个世界上，只要有零售，就有新零售和更新的零售，但是永远不会有最新的零售。进化，永不停止。

本质思维：老司机未必懂车

当我们大学毕业，进入一个行业时，这个行业是这样；当我们退休，离开一个行业时，这个行业还是这样。于是，我们会认为，这个行业以前如此，现在如此，未来如此，永远如此。我们会把在这个行业里如数家珍的“方法论”，当成“本质”。

什么是“方法论”？什么是“本质”？

举个例子，我是个有15年驾龄的老司机。我学开车的时候，教练教我离合、换挡、油门、刹车、转向。一开始，确实不太容易掌握，但是随着不断练习，越来越熟练。今天，不管多难停的车位，我都能一次倒车入位。不管在中国还是美国，我开车都非常自如，游刃有余。

那么，开了15年的车，甚至很擅长开车的我，可以说自己很懂车吗？并不能。

有一次，我的车因为一个小故障在路上抛锚，我只好打电话求救。工程师来了之后，稍微摆弄一下就好了。我还很有求知欲地问，到底出了什么问题？他解释半天，我完全听不懂，心想：算了，我会开车就行。

我懂的不是“车”，而是“开车”。

同样道理，在一成不变的零售业里做了15年，就真的懂零售吗？未必。

很多人懂的仅仅是如何按照固定的零售逻辑“开车”，即便再有经验，他们懂的也不是零售这辆“车”本身。而在零售这辆“车”遇到故障的时候，即商业世界发生变革的时候，理解这辆“车”本身，就显得极其重要，即所谓的“本质思维”。

什么是“本质思维”？

李书福刚进入汽车业时，业内人士都不看好。记者问他怎么看待汽车，他说：

汽车，不就是四个轮子和两排沙发吗？

这句话引来无数业内人士的耻笑：这真是个无知的疯子。

但是今天，应该没有人敢轻视吉利汽车了。2017年，吉利销售汽车120万辆，增速超过60%，净利润超过100亿元。吉利收购著名汽车品牌“沃尔沃”，更是让很多业内人士闭口不言。

当李书福说话有分量时，我们再回顾他曾经说的那句疯狂的话，难道不对吗？汽车，不就是四个轮子和两排沙发吗？

四个轮子和两排沙发，就是汽车的本质。从第一台汽车被发明到现在，不管科技如何进步，更安全、更舒适、更高科技，这个本质从来没有变过。

在汽车行业从业久的人，开始把更好的音响当成本质，把更漂亮的喷漆当成本质，却忘了真正的本质。

当然，还有很多人仍不认可李书福，那我们来看一看特斯拉的创始人埃隆·马斯克。

北京时间2018年2月7日凌晨4点45分，由埃隆·马斯克的SpaceX公司研发的人类现役运力最强的火箭——重型猎鹰（Falcon Heavy）成功发射，并完成了一级火箭的回收。这枚火箭携带着一辆樱桃红特斯拉跑车，跑车上坐着一位假人驾驶员，车上还放着大卫·鲍伊的成名曲《太空怪咖》（*Space Oddity*）。这辆特斯拉的目的地是火星轨道，如果一切顺利，它会在宇宙中行驶10亿年。

但是，这次发射的第一目的，并不是炫车，而是测试“火箭回收”。

发射火箭的目的是什么？把卫星送上天。所以，火箭的本质是什么？火箭的本质，是一辆“出租车”，把客人送到目的地。哪有送一次客人，就烧掉一辆出租车的？既然是出租车，必须重复使用。因此，我要

回收火箭，洗洗下次再用。

马斯克的这个想法，也被业内人士耻笑：无知的“民科”，你懂什么火箭。

经过不断地尝试，失败，再尝试，再失败，最终，SpaceX获得成功。今天，当SpaceX在太空科技领域有发言权的时候，我们再回顾马斯克疯子似的战略：

1. 通过回收火箭的技术，把传统商业卫星的交易结构“变买为租”；
2. 把发射卫星的成本降到原来的1/10；
3. 用极低的成本碾压全球火箭公司。

是啊，火箭，不就是一辆“出租车”吗？

在一个行业从业过久的人，特别容易被方法论带来的成功蒙蔽双眼，忘记什么才是本质。

我是这么对客户笑的，我是这么设计灯光的，我是这么陈列货品的，我是这么和供应商谈判的……这些打磨了几十年的方法论，让我在零售业获得了巨大的成功。这些对不对？对。有没有用？有用。但这些都不是本质，它们都是在信息流、资金流、物流的一个特定组合下，取悦客户、优化产品、提高效率的方法论。

那什么才是本质？

> 零售的本质，是连接“人”与“货”的“场”；而“场”的本质，是信息流、资金流和物流的万千组合。

在稳定时代，我们更需要学习行业方法论；在变革时代，我们更需要理解行业本质。

系统思维：商业模式，利益相关者的交易结构

我听过对商业模式最好的定义，来自商业模式专家——北京大学教授魏炜。他说：

> 商业模式，就是利益相关者的交易结构。

什么意思？

举个例子。在过去，如果想开一家餐厅，做写字楼午餐的生意，怎么做？

我会在离写字楼尽量近的地方租个铺面，最好还是临街的铺面。为什么？因为到了中午，写字楼的白领们下楼吃饭，午休时间有限，不可能走到很远的地方。越是离写字楼近，越是临街的铺面，生意就会越好。

如果你问一家做得不错的写字楼餐厅，做好生意最重要的诀窍是什么？老板几乎肯定会说：

> 哪有什么诀窍，唯有全心全意为顾客着想，做最好吃、性价比最高的饭菜。

“全心全意为顾客着想”，这就是用户思维；“做最好吃、性价比最高的饭菜”，这就是产品思维。

他说得对吗？当然对，但又不完全正确。因为他说这句话时，也许并不知道他正身处一个自己可能并不完全理解的商业模式里。在这个商业模式中，写字楼餐厅与顾客的交易结构是：用租金买流量。

这还用说吗？就算我不理解你说的这些没用的术语，我的生意不也做得挺好的？你能说，你能做给我看？

在稳定时代，我会闭嘴，不再说话，好好吃饭，吃完饭祝老板生意兴隆，然后付钱走人。但是在变革时代，这么想就危险了。

今天，互联网上出现一个网站叫“饿了么”。就算没用过饿了么，你一定用过美团外卖或者百度外卖。这些外卖平台，让写字楼里的白领不再需要走出写字楼，在办公室就把午餐吃了。

这时，你再有用户思维（全心全意为顾客着想），再有产品思维（做最好吃、性价比最高的饭菜），顾客也会越来越少。为什么？因为写字楼午餐生意这个系统的交易结构变化了。

拥有系统思维，也就是能够理解“利益相关者的交易结构”的人，这时候可能立刻会意识到，这是一个机会。既然越来越多的写字楼白领选择在外卖平台上买午餐，那我就不需要把餐厅开在离写字楼尽量近，甚至是临街的地方了。为什么？因为现在不是顾客下来吃，而是我送上门。只要在写字楼附近3公里之内，租一个尽量便宜的地方，就算是在一个很深的小巷子里也没关系。

在3公里内的深巷租个地方，当然比在300米内租个旺铺要便宜得多。这样一来，同样品质的菜品，我就可以比你便宜得多，或者同样的价钱，我加个鸡腿、卤蛋或一份水果沙拉。我的竞争力，就会比你强很多。

还不止如此，当我发现外卖订单越来越多，线下占比越来越少时，我甚至可以把整个餐厅做成一个大厨房。

传统餐厅大约20%的面积是厨房，80%的面积是前厅。那我干脆不要前厅，租金成本又会陡然节省80%！我会进一步优惠价格或者升级菜品。由此，我把另外80%的前厅也变成厨房，提供巨大的“产能”，服务那些激增的需求。

而同时，在写字楼旁的街边，租金高昂的餐厅，生意有可能越来越差，差到老板开始怀疑人生：一定是我的用户思维还不够，产品思维也不够。店老板要求服务员对客人要笑得更真诚，饭菜要更好吃。但是，这样也未必能挽回曾经的辉煌。

这就是系统思维。第二章曾讲过，零售业从传统的“用商品差价，补贴信息流成本”，向“不卖货的体验店”的转变，也是一种优化“利益相关者的交易结构”的系统思维。

很多创业者有用户思维，有产品思维，但却缺乏系统思维，不理解“利益相关者的交易结构”。在时代变革时，黯然退场。

我不知道我们做错了什么，但是我们输了。

你一定要相信，有时候不是你不努力，而是这件事本身就错了。商场、超市、购物中心、电商，甚至现在的无人超市、快闪店等，都是一个个或大或小的零售系统，或新或旧，或高效或低效。本书所讲的“数据赋能”“坪效革命”和“短路经济”，都是带你从系统思维的角度，解构这些系统，优化组合，获得新的增长动力。

我们把这些对系统的优化组合，叫作“商业模式创新”。

用进化思维，接受所有你曾经信仰的东西都不是最终的完美状态，一切都在进化；用本质思维，不断深挖，区分方法论和本质的差别，在变革时代，基于本质，寻找新的方法论；用系统思维，解构、重组所有本质的要素，吹去灰尘，重新合上开关，看着澎湃的动力，推动你的商业模式一路飞奔。

第2节
新零售的未来

动笔写这本书时，其实我有点纠结。因为用进化思维的观点来看，现在我们所理解的“新零售”，总有一天，也会变成“旧零售”。我真的要花这么多时间，写一本注定要过时的书吗？

但是，同样站在进化思维的角度，什么观点不过时呢？我决定鼓起勇气，写下自己对这个变革时代的理解；同时，我决定一不做二不休，鼓起更大的勇气，冒一个巨大的风险，不但总结过去，还要提出一些对未来的判断。可能对，也可能错，供大家参考。

代表厂家，还是代表用户

作为零售商，上游是企业，即生产产品的厂家；下游是用户，即购买产品的消费者。作为中间环节的价值传递者，你会选择站在企业一方，代表厂家的利益，还是站在用户一方，代表消费者的利益呢？在这个价值观问题上，你会如何取舍？

也许你会回答：当然是代表消费者，消费者就是上帝。

但在过去，其实大部分零售商代表的都是厂家。为什么？因为一旦进了货，就要把产品卖出去。即便有时产品并不一定适合消费者，你也会巧舌如簧，让他觉得自己需要。

过去的零售商以“把梳子卖给和尚”为荣，而马云说，“把梳子卖给和尚”相当于骗子。可是，为什么你会告诉自己这是“话术”，万一人家真有用呢？为什么你要“骗自己”？因为厂家要考核销售业绩，给你不同的折扣力度，甚至决定明年是否给你代理权。

大多数零售商代表的都是厂家，但这是在正向商品供应链中的逻辑，随着C2B、C2M等反向链条的出现，一切正在改变。（见图4—7）

保险：只卖贵的vs只卖对的

关于什么是代表企业，什么是代表用户，我想以保险业为例加以说明。

从事保险销售的企业或个人，有两种销售模式：一种是作为保险代理人，一种是作为保险经纪人。这两种模式全然不同。

假设我是保险代理人，那我就要站在保险公司的角度，在公司价格体系内，想方设法和其他保险公司争夺地盘。动用我的话术把保险产品卖给更多消费者，哪怕有时候消费者可能不需要保险公司的产品。这是因为我的利益主要来自保险公司的利润分成，自然要帮保险公司把产品卖得越多越好。

如果我是保险经纪人，那就不代表任何一家保险公司。我会站在客户的角度，了解他的需求，然后发挥专业优势，帮他从无数公司和产品中，甄选出他最需要的保险产品。我还会去保险公司争取折扣价，把产品提供给客户，帮他进行性价比最高的配置。我主要从投保人那里取得服务费，同时保险公司也会给我一定的佣金。

在这个价值观选择的问题上，过去大家认为，零售企业既然是帮厂家卖东西的，那当然是把东西卖得越多越好，大家赚的钱越多，能分的利益也就越多。但今天看来，这可能不是唯一正确的价值观。

代表企业和代表用户这两种价值观如今同时存在，甚至，成功的零售企业更多地选择站在消费者一方，尽管它们的商业模式各不相同。

美国Costco超市：不赚差价，只赚会员费

还记得我们在第四章讲的Costco的案例吗？

Costco的基本价值观不是站在企业的角度去赚用户更多钱，而是站在用户的角度，帮用户省更多钱。它选择了真正站在消费者一方。为什么？因为它收取了消费者会员费。会员费的商业模式，把Costco和用户绑在一条船上。

你不代表我去找更便宜的商品？你和其他超市价格差不多？那我明年不续费了。

从Costco的角度来说，一旦决定要靠会员费来赚钱，立场就跟会员是一致的，会想尽办法把东西卖得又便宜又好，这样会员才愿意续费。商品的毛利只是为了覆盖运营成本，几乎不需要在商品上赚取更多的利润。

在产品高质量低价格的驱动下，会员自然有超高的忠诚度，2016财年Costco北美会员续费率90%，全球会员平均续费率88%。

为你精选商品，为你砍价，你付服务费就好。Costco扮演服务者的角色，站在用户立场的成功商业模式，是很多企业学习的榜样。站在用户一边，而不是企业一边，成为一种趋势。

阿里巴巴：竞价排名，收取广告费

还有一家选择代表用户的企业——阿里巴巴。阿里电商之所以成功，也是因为它把传统的价值观颠倒过来：主要不是帮厂家卖东西，而是帮用户更好地买东西。

怎么解释这一价值观呢？

阿里巴巴基于担保交易的逻辑发明了支付宝，解决早期淘宝成立时，人们在线购物的诚信问题。买家要买东西的时候，先付钱，但钱并没有到卖家的账户上，而是进了中间账户支付宝。支付宝收到货款后，通知卖家，钱已支付，可以发货。买家收货后，没有发现质量问题，点击确认收货，这时钱才会到卖家手上。

支付宝发明后，买家敢买东西了，因为手里有权利，不满意可以不付款，可以退货。这就对卖家提出了很高的诚信要求，不能随便寄有质量问题，甚至破损的商品给用户。否则买家不付款或者退货，不是白忙一场？

但这也可能造成过犹不及的结果，比如买家不诚信，收货后假装没收到，不付钱。这对卖家是极不公平的，那该怎么杜绝呢？

没有一种方法是百分之百完美的，在这种情况下，阿里巴巴毫不犹豫地选择站在消费者一方。

除了支付宝的保护倾斜之外，阿里巴巴对用户的保护也体现在信息

的提供上。

过去我们在商场买东西，信息是不对称的，同样的产品，不同商场的价格却不一样。而在淘宝上，根据价格、信用一排序，马上就知道谁贵谁便宜，同样的产品，你比别人贵一分钱，可能就会卖不出去。

还有一种信息是淘宝上的信用值。前面买家的评价会影响后面买家的判断，好产品、坏产品一目了然。卖家如履薄冰地做生意，不敢怠慢任何一个买家。

这就是淘宝做的事情，让买家掌握权力，用支付宝等各种方式保护买家。站在买家的立场上，阿里巴巴成功做大，积累了大量卖家和买家，并从中找到了它的商业模式。

当卖家太多的时候，买家自然要用搜索的方式才能找到合适的卖家。但同一个产品的卖家实在太多，一个普通卖家可能翻几十页上百页都没法被买家找到，于是，淘宝就提供了“直通车服务”。卖家通过竞价排名的方式，提升自己的排名，买广告位来展示自己的商品，阿里巴巴从中赚取广告费。

这就是阿里巴巴的商业模式，本质上而言，它是一家广告公司。但这种模式对卖家来说比较纠结：竞价排名的方式提升了成本，投广告的话，商品的中间差价几乎都被平台吃掉；不投的话，买家又看不到，价格也不敢上提。最后的结果就是商品越来越便宜，阿里巴巴却赚了很多钱。

亚马逊：电商平台收取卖家提成

亚马逊是美国最大的电商平台，有人说，亚马逊是美国的阿里巴巴，其实两者的赚钱方式、商业模式完全不同。

最大的不同体现在，你可以用谷歌等外部链接搜索到亚马逊的商品。亚马逊根本不在乎客户是不是在自己的平台上搜索到商品。亚马逊赚钱的方式不靠广告，而是靠卖家的分成。比如卖家卖一件商品，亚马逊收2%的提成。不管是通过内部搜索还是外部链接找到商品，只要完成交易，亚马逊就能从中赚到钱。

阿里巴巴收取的是广告费，而亚马逊收取的是交易费。虽然商业模

式不同，但亚马逊也是一个完全站在用户立场的企业。它提供平台让用户搜索商品，同时会对商家进行严格的筛选和评估。亚马逊不对卖家进行竞价排名，一旦有用户投诉商品有问题，被投诉的商品会立即下架，不管是多大的品牌。

因为严格把控质量，亚马逊聚集了大批对品质有要求的客户。对于价格，亚马逊不做过多限制，让卖家自行竞争，但死守质量这条线，让用户能够选到真正有品质的商品。

除了收取提成，亚马逊也推出了类似Costco的会员服务——Prime会员，99美元一年，可享受到让人心动的服务。比如在快递方面，美国一般需要3～5个工作日，Prime会员2日内送达；在数字资源方面，超过35万本Kindle电子书免费下载，拥有无限量的电视节目和电影观看资格；还有无限量的照片存储服务、不定期的会员专属折扣活动……这些就是亚马逊的底气。

为什么敢向用户收费？其实也是基于站在用户立场的价值观，能够帮用户找到更好的商品，为用户提供更好的服务。

只收会员费不赚差价、竞价排名收取广告费、提供平台收取提成……从Costco、淘宝、亚马逊这三个案例中，可以看到，虽然三家零售业巨头的商业模式、赚钱方式完全不同，但都不约而同地选择了站在用户这边。

在未来的商业世界，越来越多的零售企业会选择用户立场，为用户提供更好的服务，而不是站在企业这边，帮企业卖出更多的产品，这是个巨大的趋势。

那你呢？是站在企业那边，还是转身成为用户的代言人？

为信息流付费，会成为趋势吗

在第二章我们讲过，因为信息流、资金流、物流这三个要素被互联网切割，支付信息流成本的传统商超获得不了应得的收益，越来越难以为继。传统的“用商品差价补贴信息流成本”模式，将会受到挑战。这一令人痛苦的挑战正在不断演化，其中一个演化方向是“不卖货的体验

店”。

所谓不卖货的体验店，就是线下的信息流成本，找到了新的买单者：品牌商。新的商业闭环形成，我们在前文列举了很多这条路径的探路者，比如耐克、荷兰内衣品牌Lincherie、美国高端百货公司Nordstorm。

除了不卖货的体验店，信息流成本还有别的买单方式吗？直接为信息流付费，看了东西就要给钱，有可能会成为一种趋势吗？

有些人可能觉得这是天方夜谭。直接为信息流付费，看了东西就要给钱，会有人愿意吗？

其实真有人会。

我们在第二章一开始就提到了2015年“38扫码购”。这个活动不但引来疯狂的消费者，还引来了这个世界上可能商业嗅觉最敏锐的一个群体：黄牛。

“38扫码购”活动当天，在阿里巴巴大本营杭州文一西路翠苑的一家大卖场门前，有一群特殊的人拿着贴满促销商品条形码的展板驻守在入口处，而在上千公里外的北京，也有一批人拿着自制的条形码小册子冲进地铁站。

他们就是著名的“黄牛”。

全国各地的黄牛，都在干同一件事情：跑到沃尔玛、家乐福，拿着手机把所有的商品都扫一遍，扫完之后分类，把折扣力度最大的商品集成一个小册子，然后走进地铁站。你等地铁的三五分钟没事干，这时候，黄牛就会凑过来给你看，这个小册子上每个东西都便宜三五元，都是日用的刚需品，随便买买都便宜二三十元。

很多人一看，东西确实很便宜啊，像卫生纸、牙膏之类家里经常用到，买一些囤着不吃亏。

不错吧？你只要付一元钱，就可以扫码，购买这些便宜的商品。有人一算，自己要买的东西加起来能省几十元，于是并不介意给黄牛一元钱。这些黄牛手里拿的小册子，本质上就是信息流，那些折扣力度很大的产品的信息流，换句话说，就是一本本“折扣超市”。

凭信息流向消费者收费，是有可能的。一旦可能，新的商业闭环就会形成。

超市的信息流成本，也可以不向消费者收取，可以反过来直接向品牌商收取。

未来，线下零售（比如超市、便利店）还是会卖货，但是收取品牌“上架费”，可能会成为其收入中越来越重要的一个组成部分。

什么是上架费？商品放到货架上，超市、便利店就要收取一定额度的费用。上架费的本质就是信息流展示的费用。超市、便利店当然可以从商品的差价中赚钱，但同时，在人流量这么大的地方展示商品，广告的价值、体验的价值和品牌的价值也不可小视。

在一个路边灯箱做广告，能有多少人经过？可能还不如超市里路过产品货架的人多。

广告收入，也就是信息流收入，也有机会成为超市越来越可观的收入。

直接为信息流付费，这个商业模式如果真的出现，并且被验证可行，还将带来一个变化：渠道服务化。

什么是渠道服务化？过去的渠道，以及渠道的末端“零售”，是以销售而不是服务为商业模式的。比如，我们在逛街的时候会发现，虽然都是线下零售，但叫法却不同，有的叫“百货商场”，有的叫“购物中心”。

除了直接看名字之外，消费者要如何判断一家线下零售是百货商场，还是购物中心呢？看它们的收银台。

在传统的百货商场，每一层都有一个统一的收银台，而购物中心的每一家店内都有单独的收银系统，消费者不需要再跑到收银台结账，在品牌的店里就可以付款。

为什么会这样？因为它们背后的经营模式截然不同。

百货商场的商业模式是“联营制”。百货商场从开发商手里租来经营场所，然后再将其分租给商户，并根据商户的销售额按比例扣点作为主要收入。为了获取准确的销售额基数，百货商场是不会允许每个商户自

己收银的，否则一定会少报、瞒报。所以，在百货商场，每一层只有一个统一的收银台。你付的钱，先给了商场，商场扣完点后，再把剩下的给商户。如果某个商户的销售额不高呢？那哪行！换掉。所以在百货商场，从局促的布局到销售员的“如狼似虎”，你都能感受到一种浓郁的“卖货”氛围。

在中国，百货商场的这种不用承担销售、库存等经营风险，不占用大量资金和人力的联营制，一度被百货商们奉为宝典。

联营制确实曾为中国百货业带来辉煌。但是，这种简单粗暴的赚钱方式，在新的消费趋势下受到越来越高效的零售模式的冲击，比如购物中心。

购物中心背后的经营者是商业地产商，盖好铺面后再租给不同的品牌。购物中心允许品牌商单独收银，是因为只收取租金，品牌商赚多少钱都和它没关系。购物中心里的商铺也卖货，但是“吃相”没有那么难看。购物中心也舍得用大块面积搭建公共区域和休闲区域，营造更好的购物环境与体验。

比如年轻人都爱逛的朝阳大悦城，就是一个典型的购物中心。2017年，朝阳大悦城在众多购物中心中取得了非常亮眼的业绩，年销售额达41亿元，全年客流超过2 500万人，新增会员同比提升90%，租金收入突破5.9亿元，坪效同比增长20%。朝阳大悦城取得这样的业绩，一是因为它舍得投入大块的空间，举办各种各样的展览、主题空间、体验馆，甚至开设母婴室；二是因为它不仅将店铺租给品牌方，还提供升级服务，原创设计师品牌集合区能够实现设计师在购物中心“拎包”开店。这和百货商场的商业模式，有着本质的区别。

随着在线下逛（获得信息流），在线上买（完成资金流），越来越成为趋势，百货商场这种以卖货为目的的联营制势必会受到巨大的挑战，而购物中心这种以体验为目的的租金制，则相对更有优势。

将来会有越来越多的经销商因为在百货商场里开不下去，改为到购物中心开店，不再主要赚取商品差价，而是赚取服务费——给品牌商提供开设体验店的服务，或者给消费者提供额外的增值服务。这就是渠道服务化。

总而言之，线下店会继续存在，但“卖货”的作用越来越小，线下

逛、线上买的比重，可能会越来越大。因此，商超从联营制，将逐渐变为租金制；代理商从赚取差价，将逐渐变为赚取服务费。

无人商业模式，是昙花一现吗

2017年，有一股不可小视的力量，即各种“无人商业模式”在零售业如雨后春笋般涌现。首先是无人便利店，然后是无人货架，之后是各种形态的自动售货机，以及网约车上卖东西，等等。

无人货架算不算新零售呢？如果算的话，这种新零售能否长久存活，甚至最后获得巨大的成功呢？

我们用系统思维来分析一下“无人商业模式”的交易结构。

首先，“无人商业模式”不是今天的首创。

在《魔鬼经济学》中有这样一个案例：20世纪80年代，美国一位分析师保罗·费尔德曼每周五都会带百吉饼到单位，犒赏员工。其他同事听说后，也纷纷表示想要吃百吉饼，他便每周带15打百吉饼。为收回成本，费尔德曼在百吉饼旁边摆了一个投币篮，贴了一张价签，同事们自觉向篮子里投币付款，成本回收率达95%。

后来，费尔德曼开始专职销售百吉饼。仅仅几年间，他的周送货量就达到8 400块百吉饼，业务遍及140家公司。不过，并非每家公司的回收率都一样高。面对现实情况，费尔德曼逐渐总结出，付款率只要超过90%就是“诚实守信”的公司；80%～90%的付款率“可气但还过得去”；如果一家公司的付款率长期低于80%，费尔德曼则会张贴一张警告标语。

你看，这不就是“无人货架”吗？今天，同样的故事，正在不少公司的茶水间或写字楼的角落上演，只不过故事的主角变成一个装有各种零食的无人货架，投币的篮子变成了二维码。

2017年，除了共享单车和共享充电宝之外，无人货架成为一个当之无愧的“新风口”。据统计，大概有50多家无人货架的创业公司涌入。中商产业研究院发布的《2017年中国无人货架市场前景研究报告》显示，截至2017年9月，已经有至少16家无人货架获得投资，最高达3.3亿元，

融资总额超过25亿元。

除了创业公司，许多大佬也开始入局。2017年12月，阿里巴巴联合美的集团推出“小卖柜”，正式进军无人货架领域；看似和无人货架八竿子打不着的猎豹移动，也布局了无人货架，旗下“豹便利”从2017年11月初开始运营，已铺设5 000个点位；2018年，苏宁开始试水无人货架，预计将在全国范围内布局5万组无人货架“苏宁小店Biu”，这位后发者试图在无人零售领域实现弯道超车。

红得发紫的“无人货架”，其交易结构，是不是相较传统小卖部或楼道里的自动售货机，更加高效呢？

判断一个新的商业模式是否更高效，主要看这一模式让整个系统节省了哪些成本，同时为节省这些费用，不得不新增了哪些成本。如果新增的成本小于节省的成本，那么这个新的商业模式就更高效。

我们先来看看，无人货架节省了哪些费用。

相对于楼下的便利店，放在公司办公室的无人货架，节省了不菲的店铺租金。同时，简单到极致的货架，几乎没有任何技术含量，没有防盗，没有纸币识别设备，没有硬币盒找钱，没有出货口，等等，所以也不用像自动售货机那样，要耗费几万元去生产。相对于楼道里的自动售货机，无人货架节省下来不少设备成本。

无人货架从效率的角度，节省了店铺租金和设备成本，但同时，也不得不新增一部分成本，那就是信任成本。

和封闭的自动售货机相比，无人货架是一种开放状态。现在无人货架的玩法有几种：第一，货架＋二维码；第二，货架＋冷柜＋二维码；第三，货架＋冷柜＋二维码＋摄像头。商品以薯片、泡面、饼干、辣条等日常零食，以及矿泉水、可乐、咖啡等软饮料为主。

一眼看上去，你可能会误以为这些是公司内部提供的免费福利；走近可以看到，货架上标有明显的“微信扫码、自助购物”提示。

用更低的成本提供信息流当然是好事，但这样也带来了显而易见的资金流的风险。会不会有人拿了商品不付钱？这种可能性肯定会有，就像费尔德曼出售百吉饼的情形一样。比如有人拿了东西就是不想给钱，

或者当时网络不好，打算过一会儿再给，但是后来就忘了。相对于楼下的便利店和楼道里的自动售货机，无人货架注定是一种商品损耗更大的模式。

在这种需要依靠“天然信任”的模式之下，无人货架有严重损耗的可能性。行业内目前普遍的说法是，20%的盗损率是死亡红线；而不少企业对外的口径是，他们的盗损率维持在5%左右。一旦出现盗损率很高的投放地点，公司就会撤销这个货架。

凡事有一利，必有一弊。无人货架是一个可行的商业模式，还只是昙花一现？这不是一个拍脑袋就可以回答的问题，因为它属于那种典型的“逻辑成立，但数据也许不成立”的商业模式。

逻辑上，只要节省成本大于新增成本，这个模式就成立。可是数据显示，节省成本大于新增成本吗？只有靠实际运营起来，跑一跑数据才能知道。

然而，就目前来看，无人货架的运营并不理想。2018年年初，官方宣布日订单突破百万、率先成为行业独角兽的“猩便利”，不断传出裁员、撤店的消息。几乎同一时间，在北京已铺设5 000多个无人货架的“七只考拉”也被爆出裁员消息，并撤掉一些点位。

媒体报道，无人货架项目“用点心吧”在铺设完成64个无人货架后，核对前端和后台数据时发现，货损率超过20%，最严重的甚至达到39%，有时后台显示货架上还有不少商品，补货人员却发现货架早已上演“空城计”。

一家无人货架的创始人表示：我们经常看到有人拿了东西却不付款，虽然都是写字楼里的白领，也不见得就有多高的觉悟和素质。

有很多无人货架，上架一个多月后就被迫撤柜。原因无他，就是因为拿的人多，付款的人少，每天都要不断地补货，才能维持运营。在一些写字楼投放的无人货架面临严重的商品丢失问题，有些点位的商品几乎全部丢失。很多情况下，甚至是无人货架公司的补货人员直接顺手牵羊，反正没有任何监控措施。披着新零售外衣的无人货架，销售体系实际退回到了比夫妻店还随意的原始状态。

很多倒闭的无人货架公司创始人感叹道：不是我们不努力，而是人

性太险恶。

真的是这样吗？就算真的如此，规避人性的风险，难道不是做这种生意必须具备的能力吗？这些风险，真的无法规避吗？

举个例子，外卖送餐员一般骑的都是电动车，电动车虽然沉，不容易被盗，但是车的电瓶特别容易被偷走。可是，又不能让快递员每次送餐上楼都带着电瓶，这样会浪费大量的时间和体力。怎么办？

有一家外卖公司是这么做的：当外卖员到达一个小区的时候，公司系统会根据历史数据给他发送一条消息，提示他这个小区的安全状况好不好，是否需要把电瓶拎上楼。这样，外卖员就可以根据实际情况来处理。

那外卖公司是如何知道这个小区是否安全的呢？通过以往经验中的实际情况统计出的数据信息。这样一来，有的地方需要拎电瓶，有的地方不用，外卖员的送餐效率就达到了一种最佳的平衡。所以说，数据带来的运营效率是有机会控制信任成本的。

总之，无人货架是一个“逻辑成立，但数据也许不成立”的商业模式，是否真的能成功，需要“跑”一段时间。有强大运营基因的团队，如果能找到根据数据控制信用风险的方法，这个模式将可能成为新零售的代表。

同理，各种煮面、榨橙汁、煮咖啡的自动售货机，也都是“逻辑成立，但数据也许不成立”的商业模式。我们需要拭目以待，用数据来验证模式。这个领域中，从来不缺乏勇敢者的尝试，但往往缺乏智慧的运营。

无人超市又如何呢？

2017年10月，京东首家无人超市在其总部大楼开业，综合运用人脸识别、RFID标签、自动感应等技术，同样提供无须收银、“拿了就走”的体验。12月30日，京东还把无人超市开到三线城市烟台。

除了互联网公司，娃哈哈、伊利等传统企业也宣布打造适合自身特色的无人便利店。无人超市迅速成为风口，甚至成为人们口中新零售的代表。

风头正盛的无人超市到底算不算新零售？我们可以从信息流、资金流、物流三方面来分析无人超市到底做了什么。

在信息流方面，无人超市依然用同样的面积去展示商品，同样的库存、水电等成本，其信息流成本跟传统的超市相比，并没有得到提升；消费者买完商品后，仍然需要自己把商品带走，因此，其物流成本也没有得到节省。

无人超市最大的改变是少了收银人员，它在每个商品上粘贴RFID标签，消费者出门之前会经过一个长长的过道，自动识别技术能够识别消费者身上带了哪些从超市拿走的商品，然后直接通过在线支付结算。

在资金流环节省掉了收银员，这是无人超市“节省的成本”，但与此同时，也有“新增的成本”，比如复杂设备的成本、信息标签的成本。因为没有人管理超市，货品的摆放很快会变得越来越乱，还会增加一些理货成本。从成本结构来看，我很难认同，节省的成本一定高于新增的成本。

因此，这也是为什么阿里巴巴前CEO、嘉御基金创始人卫哲公开说：我特别反对无人超市。如果没有更加明显的效率提升，无人超市很有可能变为大公司秀肌肉的方式，而不是创业者的真正机会。

搜集流量，脑洞打开了吗

2018年开年的第一个风口是直播答题。虽然和零售关系不大，但它告诉我们，未来流量的获取方式，特别是线上流量的获取方式，肯定不会局限于老套的那几种。

直播答题模仿的是美国的HQ Trivia（一款小知识互动游戏），这款产品的iOS（苹果公司开发的移动操作系统）版本于2017年8月正式上线，2017年12月，HQ Trivia将奖金提升到10 000美元，同时在线人数一度达到40万左右。

2018年1月3日，王思聪在微博上发布“我撒币，我乐意”“每天我都发奖金，今晚9点就发10万”等刺激性话语，以推广自己投资的冲顶大会App。

很快，各路玩家相继加入战场。截至目前，互联网行业俗称的BAT（百度、阿里巴巴和腾讯）三大巨头和TMD（今日头条、美团点评和滴滴）三小巨头全部加入战局，纷纷推出自家的直播答题产品，再加上小米、360、网易、58同城、陌陌、映客、一直播等，中国几乎稍具平台规模的互联网公司都投入到这场答题游戏中来。

在王思聪为"冲顶大会"发微博的6天之后，1月9日，美团与花椒旗下的"百万赢家"展开首次商业合作，开启百万专场，其中植入四道美团相关的问题。同日，趣店成为映客旗下答题应用"芝士超人"的首位广告主，广告费为1亿元，几乎媲美头部综艺节目的冠名费用。随后，百度"简单搜索"、"华为X7"、京东等，都争相成为直播答题的"金主爸爸"。

别人看到的是一场又一场的撒币狂欢，而我看到的是一种流量的全新获取方式。在这些平台上，因为大额奖金的吸引，大家争相答题，都觉得自己可能会中奖，参与的人特别多。

1月3日9点场的"冲顶大会"，10万元奖金带来28万在线流量，每个用户的流量成本仅为0.35元；百万英雄一场200万元奖金的直播答题吸引了175万直播观众，平均1.14元的单个用户成本，也并不高。要知道，现在单个用户平均获客成本已经达到10元甚至更高。

之前是广告主把钱直接给平台，直播答题出现后，广告主通过平台直接把钱分给用户。而广告主更加喜欢答题的直播观众，因为他们文化水平较高，注意力也更集中。毕竟答题的短短几秒内，不易被分散注意力（比如不可能同时打王者荣耀），因此广告价值也更大。

这说明什么道理？过去，线下零售找流量的方式已经非常成熟，用两个字——旺铺，就能总结线下找流量的所有逻辑。但从线下到线上之后，人们发现流量极度分散，获取流量的方式越来越难，成本越来越高。渐渐地，几乎所有的产品经理都发现，低成本获取流量的方法，是互联网最现实、最值钱、最稀缺的技术。

更重要的是，线上获取流量的方法和线下的套路并不一样，各种各样的方式都有可能成为吸引流量的办法。移动互联网这一新工具出现后，吸引流量的方式变得碎片化，五花八门，还有各种各样的组合，就怕你的脑洞不够大。

比如，之前提到的魔急便，简单来说，它就是滴滴上的无人货架，在移动互联网带来资金流便捷性的前提下，魔急便将触角伸到乘客身上，乘车也成为它获取流量的场景。

利用移动互联网带来的资金流的便捷性，让越来越多的公司开始满世界找新流量。虽然无人货架这一模式目前的运营出现问题，未来能否成功也尚未可知，但我们要清楚地知道，各种无人模式其本质都是用来搜集流量的方式。

未来，流量的搜集方式是碎片化的、零散的、多样的。上面的例子就是要告诉大家，不要死守任何一个你认定正确的流量来源。比如，你觉得在家门口开个小店这个模式永远不会错，因为小店天然自带流量，但你不能死守这一流量来源。

在移动互联网这一大趋势下，流量结构一旦变了，就没什么是必然正确的，一定要重新思考流量的底层逻辑，然后去尝试各种各样脑洞大开的流量获取模式。新模式运营两三年，不断纠错，不断调整，最终确定新格局。

后记

1997年，黄明瑞创立了大润发超市；10多年后的2010年，大润发取代家乐福，成为当时中国大陆零售百货业的冠军；2011年，大润发与欧尚合并，在香港上市，成为中国最大的零售商。黄明瑞被称为“陆战之王”。

这时，如果你对黄明瑞说：小心马云，6年后，你会被阿里巴巴收购。估计黄明瑞会仰天狂笑：马云是哪根葱！

但是很快，黄明瑞感受到了电商的威力。2013年，他创立了飞牛网，打算抵御马云和刘强东。他说，他最大的希望就是刘强东和马云都来“骂”他。但是马云、刘强东根本不“骂”他，他们直接“忽视”他。

> 他们骂我就有动力，我们天天找他们来骂，但他们就是不骂，我们心里蛮挫折的。

2017年11月，阿里巴巴斥资224亿元，收购了大润发。2018年1月，黄明瑞在大润发的年会上感慨地说：

> 我们赢了所有对手，却输给了时代。

真是让人唏嘘。

但是，大润发真的输给这个时代了吗？未必。零售的战场，硝烟仍然四起，群雄还在逐鹿。只是坦克出现了，人们开始学会打闪电战；互联网出现了，人们开始学会打网络战。战局越来越复杂，但谁也不敢说胜负已定。

凡是过往，皆为序章。

不管是零售业的老兵，还是互联网的新兵，祝愿你们都能充分理解新零售这一“新战场”的本质，找到自己的最佳战略，赢得战争，成就更大的辉煌。

图书在版编目（**CIP**）数据

新零售：低价高效的数据赋能之路/刘润著. --北京：中信出版社，2018.8
ISBN 978-7-5086-9031-5
I. ①新… II. ①刘… III. ①零售商业 - 商业模式 - 研究 IV. ①F713.32
中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第107704号

新零售：低价高效的数据赋能之路
著者：刘润
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：134千字
版次：2018年8月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5086-9031-5

版权所有·侵权必究

新普惠经济

数字技术如何推动普惠性增长

Digital Technology and Inclusive Growth

罗汉堂——著

马云作序推荐
多位诺贝尔经济学奖得主联合撰写
推动全球数字化发展的“中国方案”

中信出版集团

目录

罗汉堂使命

序言1

序言2

概要

新技术带来机遇，也带来挑战

什么使数字技术显得如此特别

数字技术应用的中国经验

呼唤新的发展范式

第一章 数字技术带来的机遇和挑战

悲观主义、乐观主义和创造性破坏

经济在过去是如何增长的

数字技术有什么不同

我们应该如何拥抱数字技术

第二章 数字技术驱动的贸易

宏观经济视角

电子商务的范围和影响

案例1：“淘宝村”和中国农村地区电子商务的发展

案例2：沙集镇——被互联网改变的乡村

本章小结

第三章 促进普惠金融和社会保护的数字生态系统

普惠金融历来是一项挑战

普惠金融为什么如此具有挑战性

可持续融资模式

数字金融普惠性的证据

案例3：医疗服务、教育和环境保护

第四章 数字技术如何改变市场

市场的三个构成要素

数字市场的优势

相关研究1：市场摩擦经济学

第五章 中国经验对全球的启示

对基础设施的最低要求

低技能门槛和低成本的重要性

案例4：M-PESA

适当的制度基础设施对商业的重要性

相关研究2：中国的科技发展

市场一体化的重要性

数字技术的发展路径

第六章 理解和应对难以预见的挑战

数字技术与就业

案例5：中国和美国的零售业就业情况

数字时代的竞争政策

数字技术与隐私保护

技术与不平等

结语

参考文献

法律声明

致谢

版权页

罗汉堂使命

在数字技术的驱动下，全球经济正在发生深刻的变化，人类福祉有可能在诸多方面得到提升。数字技术不仅可以降低成本、减少市场摩擦，还可以被用于创建新服务和新流程。消费者将受益于更低的成本、更好的服务、更广泛的社会连接和更健康的身体状况，而企业家和企业则可以更顺利地进入市场并获得价格更低的计算资源和后台服务，更快捷、更高效地获得更便宜的资金。小企业获益尤其明显。借助数字技术，政府或许能够以更低的成本来完善社会福利制度，更好地预测和满足民众的需求，提供更高效和更具普惠性的服务。此外，数字平台可以为生产者和消费者搭建一张高价值网络，在资源分配和风险分担方面创造新机会，并带来高效且有韧性的例行程序、流程重组和市场关系。

大数据、机器学习、人工智能、机器人等数字技术将引发前所未有的结构转型，然而，社会尚未为此做好准备。面对即将到来的数字革命，我们必须进行充分研究，寻找应对方案，造福社会，保护消费者、劳动者乃至全体民众，在国内层面和国际层面都应如此。

使用新技术时，需要找到最佳的平衡点，而这一平衡点涉及一系列问题，各国民众一筹莫展。社会如何驾驭技术，从而在促进增长和提升福祉的同时维护个人权利、保持社会包容性？在未来，工作和休闲会变成什么样？面对截然不同的工作性质、方兴未艾的数字助理、日新月异的技术和层出不穷的新方法，教育必须做出怎样的改变才能满足新的需求？如何预防数字文盲现象，避免民众之间出现数字知识鸿沟？如何确保新的社会环境是公平和普惠的？怎样的监管和竞争政策能在不减缓创新的同时促进竞争和技术进步？按照怎样的轮廓才能勾画出理想的隐私政策，从而允许合法使用数据来创建有益于社会的普惠性服务，并确保公民数据不被未经授权的行为方和机构滥用？数字技术如何为环保事业做出贡献？

经济学家等社会科学家必须通力合作，帮助社会平稳、公平地适应数字革命。对此，学术界有两大重要目标：一是了解有利于增长和进步的商业模式和市场结构，二是认识数字技术对个人和社会福祉的影响。尽管数字经济的规模快速扩大，但到目前为止，相关实证研究还相对滞

后。此类研究应该以理论为基础，探讨数字经济的原理、结果和政策。有序的研究社区可以极大地促进和加速此类研究。

将全球最先进的研究思想和对数字经济的第一手实用见解结合起来，恰逢其时。这有利于拓展数字经济的研究前沿，形成建设性共识，进而造福公众。罗汉堂背负双重使命而生：首先是理解数字技术如何有助于维护社会共同利益。其次是有助于建立一个广泛的研究社区，聚合共识与力量，为解决新问题提供新范式。为此，罗汉堂将秉承科学研究的开放精神，以正直、普惠、多元的原则独立运作。

这是激动人心的新起点，我们盛情邀请您与我们一起踏上新征程。

罗汉堂学术委员会成员包括帕特里克·博尔顿、马库斯·布伦纳梅尔、拉尔斯·彼得·汉森、何治国、本特·霍姆斯特罗姆、普雷斯顿·麦卡菲、克里斯托弗·皮萨里德斯、钱颖一、埃尔文·罗思、托马斯·萨金特、迈克尔·斯宾塞、史蒂文·泰迪里斯、王能、魏尚进、熊伟、许成钢。

罗汉堂秘书长 陈龙

序言1

如果本书有一项发现比其他任何发现都突出，我相信那就是，数据正在成为推动人类进步的关键新资源。

简而言之，对发展来说，数据和石油一样重要，甚至比石油更重要。我们都知道，石油终将耗尽，而数据永不枯竭，被使用得越多便越有价值。

摆在我们面前的未知领域存在许多尚未被回答的问题。如何恰当地使用数据？如何保护隐私？如何利用数据为人类创造最多的价值并将其带来的伤害降到最低？这么多没有答案的问题很容易造成恐惧和不祥的感觉。但这样的感觉不能提供任何答案，我们必须努力寻找答案。我们没有逃避挑战，而是冷静地看待问题，从全局的角度探索数据的潜在影响。

我要感谢为本书做出贡献的学者，他们的出色研究构成了本书的基础。他们的发现和分析不一定能立即提供所有人都赞同的答案，但我相信它们将照亮人类通往未来的道路。

关于数据和未来，有那么多纷纷扰扰的问题，不过对我来说，有一点是非常清楚的：机器不能也永远不会取代人类，因为推动我们前进的终极力量是人类的爱和智慧。

阿里巴巴集团创始人 马云

序言2

中国的数字技术企业已经走在了世界前列，引领着电子商务、移动支付和数字金融服务的发展。2018年，阿里巴巴集团创始人马云在杭州倡议发起罗汉堂，旨在推动数字经济的相关研究，更好地理解其发展和影响。这项倡议恰逢其时，因为所有经济体都越来越依赖数字技术。

作为罗汉堂学术委员会成员，我们看到了这一机构的巨大潜力。随着中国经济的快速数字化，中国已经积累了丰富的经验，可以用来研究与数字技术相关的关键问题、机遇和挑战。中国拥有全球最发达、部署最广泛的移动支付系统，将其他国家远远抛在了后面。

尽管中国的发展速度很快，但中国仍然是发展中国家。这是我们撰写的第一本书，由罗汉堂内部研究团队和罗汉堂学术委员会成员共同完成，重点关注的是电子商务对中国发展的贡献，以及与电子商务、移动支付和数字金融服务相关的增长模式的普惠性。

书中的数据有助于我们形成许多重要的见解和结论。

开放的电子商务平台催生了数字生态系统，帮助企业家创办了大量新企业，其中许多是中小企业。这些企业已经欣欣向荣，因为它们进入的市场蕴含着巨大潜力，远超现实世界中贸易引力模型所意味的范围。

以平台为中心设计出来的生态系统的进入门槛较低，原因有二：一是其对资本和数字技能的要求都很低。这并非偶然，而是由于平台设计的初衷就是将技能要求降到最低。这与其他一些发展中国家在发展移动支付和银行服务方面的经验是一致的。二是随着时间的推移，数字生态系统已经开发出了大量的互补性资源，这些资源让企业的创办和扩张变得更加简单，也为商业构想和模型的验证提供了便利。这也是有意为之的结果。作为主要的电子商务平台，淘宝已经建立了针对私营部门和公共部门的培训项目，以支持企业家和政府官员开展合作。

在中国的欠发达地区、低收入地区和零售基础设施不足的地区，电子商务发展得更快。如果按照比例计算，那么这些地区的人们所购买的产品并不少于发达地区，他们在线购买更多种类的产品，以抵消当地市

场供给不足的劣势。可以非常肯定地说，电子商务和移动支付大大加快了欠发达地区（农村地区和三、四线城市）的现代化步伐。

这种普惠性还体现在其他方面。例如，将初创企业都算在内的话，淘宝网上大概有1000万家企业，其中一半由女性企业家创办。

移动支付是数字经济的关键部分。有趣的是，支付宝是在移动互联网普及之前发展起来的，目的是解决电子商务中常见的信任问题，即买家担心收不到货，卖家担心收不到钱。现在已今非昔比。移动支付系统主导着电子商务交易，并且已经蔓延到消费经济的其他领域。之前，很多个人和企业被排除在信贷系统之外，因为这些个人和企业无法提供抵押物，也没有易于获取的信用记录。而移动支付系统可以为他们提供利率合理的贷款。现在，对绝大多数人来说，可靠的移动支付、贷款、保险、理财和其他很多服务都触手可及。这些是平台生态系统的关键要素，它们的影响力具有高度的普惠性。

总而言之，本书最重要的结论之一就是，从不同维度来看，电子商务、移动支付和相关金融服务在中国的发展都具有显著的普惠性。

几十年来，关于企业组织和市场之间的“劳动分工”的科斯定理，一直是理解怎样的制度安排才能实现有效的资源配置的理论框架。按照科斯定理，企业解决的是对市场构成挑战的协调问题。本书认为，开放的双边平台是一种新的制度形式，可以解决某些类型的协调问题，从而将边界往市场方向上调整。这并不意味着科斯定理失效了，而是意味着某些参数发生了显著的变化。

在大数据和人工智能算法的驱动下，数字市场通过卖家提供的差异化产品和服务显著降低了搜索成本，以更高的效率满足了买家的个性化需求。

我们还应该学到的是，快速发展的数字经济需要公共部门和私营部门之间建立有效的合作伙伴关系。在这一动态过程中，试验扮演着重要的角色，尽管并不是所有试验都能获得成功。政府需要在监管方面保持警惕，但又不能过分规避风险，以至于试验和创新被扼杀。中国的经验表明，这种合作伙伴关系行之有效，公共部门已经在鼓励创新与密切监控制度漏洞和钻空子行为之间达成了合理的平衡。

诚然，随着数字经济的发展，近年来有许多问题受到了极大关注，

需要妥善解决。这些问题包括数据隐私和安全、平台的市场影响力、与自动化和人工智能相关的工作和技能要求、网络安全、数字技术在国家安全和国防中的作用。社会越来越意识到这些脆弱点和挑战，并已经开始寻找解决方案。然而，路漫漫其修远兮。只有不断进步，才能维护普惠性增长带来的切实利益。本书记载了中国过去20年在此方面积累的宝贵经验。

本书还表明，在中国看到的高度普惠性、数字化增长模式在更广泛的意义上对发展中国家具有重大借鉴意义。当然，各国的条件和制约因素存在差异，需要因地制宜。但其上行潜力巨大，值得进一步研究。

我们希望本书能够促进对数字经济的研究，并扭转过去一段时间出现的负面看法，至少某些国家关于数字经济的讨论已经走向消极的一面。我们还特别希望，本书阐述的中国经验有助于其他发展中国家将数字元素纳入总体增长和发展战略。

本特·霍姆斯特罗姆

克里斯托弗·皮萨里德斯

迈克尔·斯宾塞

备注：本特·霍姆斯特罗姆，麻省理工大学经济系Paul A.Samuelson经济学讲席教授，2016年诺贝尔经济学奖获得者。克里斯托弗·皮萨里德斯，伦敦政治经济学院经济学皇家教授，2010年诺贝尔经济学奖获得者。迈克尔·斯宾塞，纽约大学William Berkley经济学和商科讲席教授，2001年诺贝尔经济学奖获得者。

概要

新技术带来机遇，也带来挑战

在过去的两个世纪中，技术一直是主要驱动力，促成了前所未有的经济增长和繁荣（见图0.1）。然而，对个人、企业和政府来说，适应技术进步是一项巨大的挑战。经济学家约瑟夫·熊彼特将其称作“创造性破坏的风暴”，这是“产业突变过程，它不断地从内部革新经济结构，即不断地破坏旧的，又不断地创造新的结构”（熊彼特，1942）。人类面临的最大挑战之一以及无限机会的来源之一，就在于找到合适的方法，拥抱和利用技术，释放其巨大潜力，通过普惠性增长造福所有人（罗默，1990）。

要实现联合国可持续发展目标，就必须实现普惠性增长。然而，要将技术变革转化为普惠性增长，仍然有许多东西需要学习。即使在知识渊博的学者之间和见多识广的政策制定者之间，观点也存在很大分歧。有人认为，如果市场能够在没有政府干预的情况下自由运作，那么技术浪潮终将惠及所有人。还有人认为，如今只有对数字革命的速度和范围予以重大的政策干预，才能确保新技术为所有人创造机会，同时为无法适应新技术的人提供基本保障。

为了更好地理解数字技术是如何传播的，如何影响商业运营的，以及如何服务于劳动者、消费者和家庭的，我们仔细了解了中国的情况。中国是一个很有意思的例子，因为中国已经迅速采用了新技术并实现了非凡的经济增长。在“概要”中，我们将着重讲述从研究中获得的主要经验和教训，其中最重要的是数字经济的潜力，它能将“创造性破坏”转变为“创造性建设”，使技术进步惠及所有人。

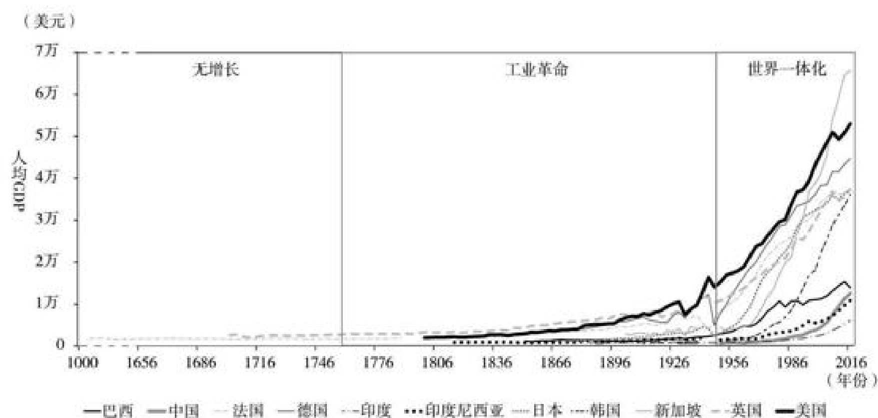


图0.1 1000—2016年各国、各地区实际人均GDP

注：经济增长的三个阶段：无增长，工业革命，世界一体化（斯宾塞，2011）。GDP＝国内生产总值。

资料来源：麦迪森数据库，2018年；罗汉堂。

什么使数字技术显得如此特别

数字革命的意义超过了以往所有的技术革命，其原因有三：一是数字技术的采用和渗透门槛低；二是用户成本低；三是数字信息具有非竞争性，即该产品不会因某个人的使用而减少其他人使用该产品而获得的利益，而更多人使用该产品反而能促进该产品惠及所有人，包括竞争对手和消费者。

电脑处理能力成本的指数级下降，互联网的蓬勃发展，使得即时共享大量的数字信息成为可能。移动设备在数量上早已超过了电脑，在扩大互联网的地理覆盖范围方面发挥了重要作用。2018年，全球互联网用户突破了40亿，占世界总人口的一半以上。现在，低收入国家中超过60%的人有手机可用。数字信息的复制和使用成本接近于零。与实物商品不同，信息是非竞争性商品，这意味着它可以被多个用户同时消费和拥有（阿罗，1962）。

这两个特征对普惠性增长具有重大意义。一个国家的经济发展水平不再是其技术渗透速度的决定性因素，也不再是某项技术被采用后，其应用发展速度的决定性因素。许多人均GDP低于5000美元的发展中国家已经达到与发达国家大致相同的技术渗透率（世界银行，2016）。在不到10年时间里，中国的电子商务市场规模已经位列全球第一。2017年，中国零售总额的23%来自电子商务（见图0.2）。2011年，中国和美国的移动支付总额分别为150亿美元和83亿美元。到了2017年，中国的移动支付总额已增长至22万亿美元，是美国的100多倍。

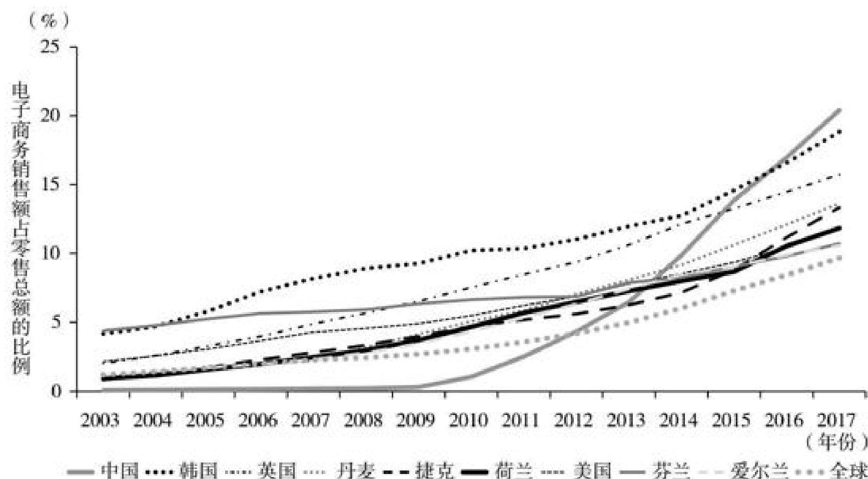


图0.2 2003—2017年各国电子商务销售额占零售总额的比例

资料来源：欧睿国际，2018年。

中国和许多其他新兴经济体能迅速采用先进的数字技术有其必然性，因为除了数字服务提供的扩大市场、制造增长的机会外，消费者几乎没有或根本没有其他选择。以移动支付为例，在移动支付革命到来之前，中国一直是现金社会。移动支付革命帮助中国跨过了使用支票和信用卡的阶段，而这两种支付方式在发达经济体中仍被广泛使用。大多数非洲人几乎没用过电脑，他们首次可以大规模使用的数字设备是功能简单的手机。这使他们成为最早在手机上使用创造性应用程序的人群之一，这些应用程序涉及商贸、资金获取、医疗和教育服务等。图0.3表明经济发展水平和对移动支付的态度之间存在负相关。

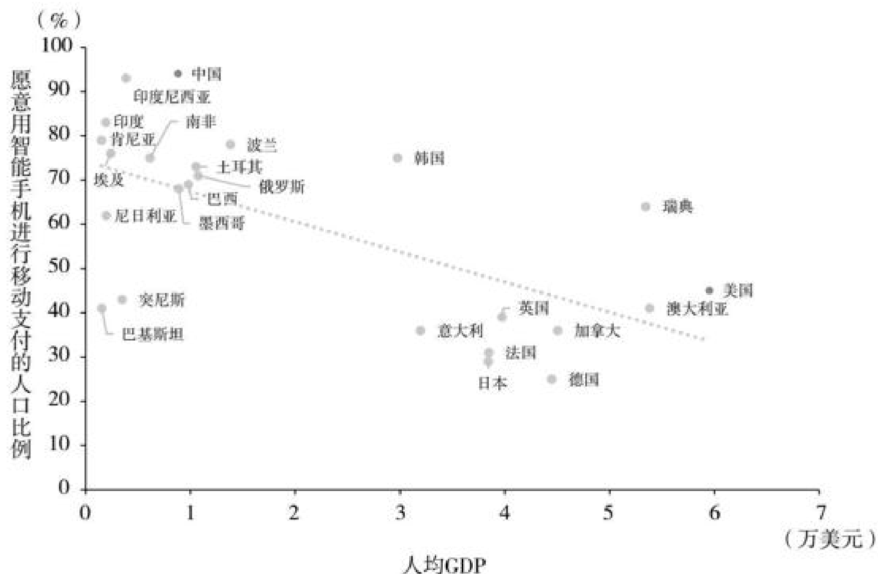


图0.3 2017年人们对移动支付的态度与人均GDP之间的关系

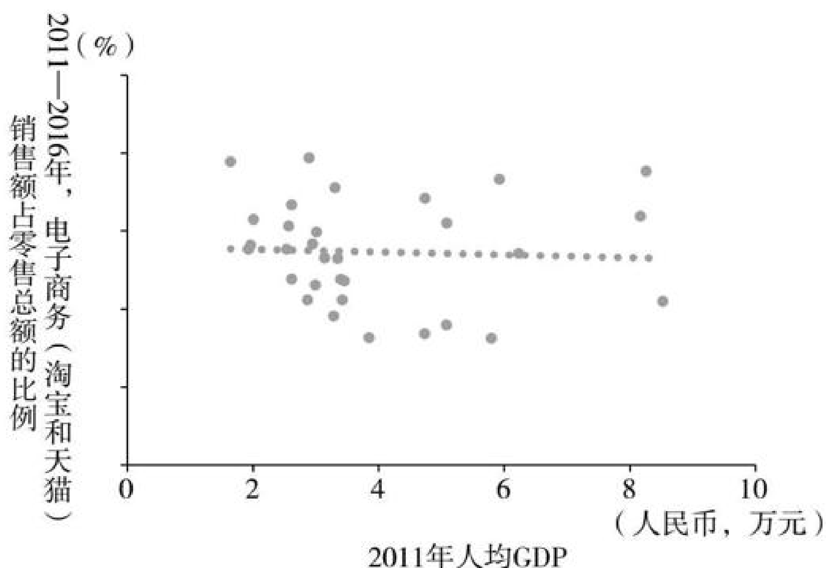
资料来源：国际治理创新中心，联合国贸易和发展会议，世界银行，罗汉堂。

数字技术应用的中国经验

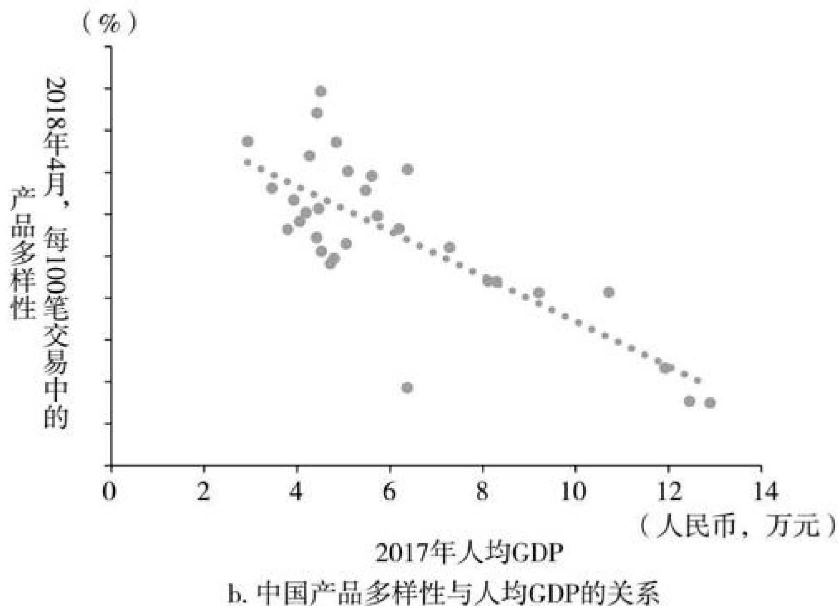
一、数字技术可以成为普惠性增长的重要驱动力

第一，偏远和欠发达地区的消费者可以平等地获得各种产品和服务。

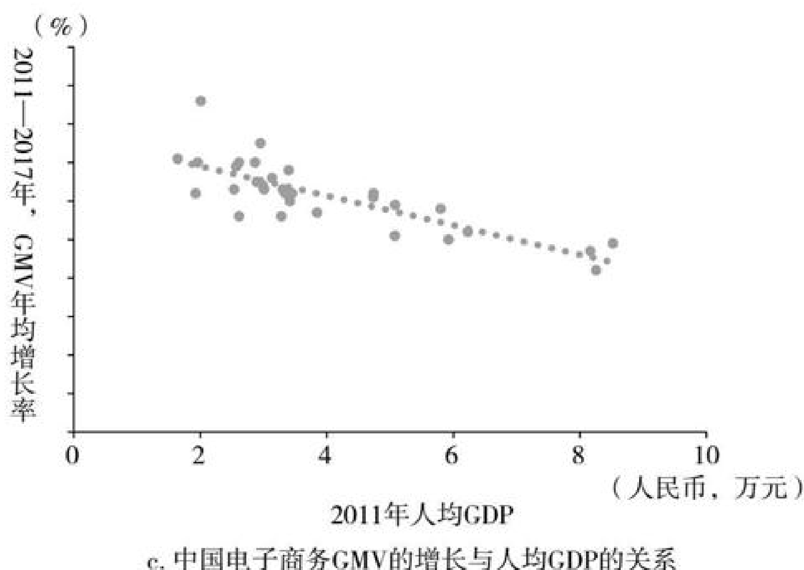
在前电子商务时代，是否靠近发达的商业区是区域普惠性的决定性因素，因为只有居住在商业区附近的居民才能享受到丰富多样的产品和有竞争力的价格。数字技术改变了这一切，阿里巴巴的淘宝和天猫及其竞争对手的电子商务平台就是有力证明。首先，这些平台上的平均购物距离接近1000千米，而传统市场只有几千米。其次，如果按收入水平计算，欠发达地区的人的线上支出比例并不低于发达地区的人。前者在电子商务平台上购买更多种类的产品，抵消了当地市场的劣势。最后，生活在贫困地区的人获得一流零售服务的机会有限，他们线上支出的增速超过了发达地区的人（见图0.4）。



a. 中国电子商务销售额占零售总额比例与人均GDP的关系



b. 中国产品多样性与人均GDP的关系



c. 中国电子商务GMV的增长与人均GDP的关系

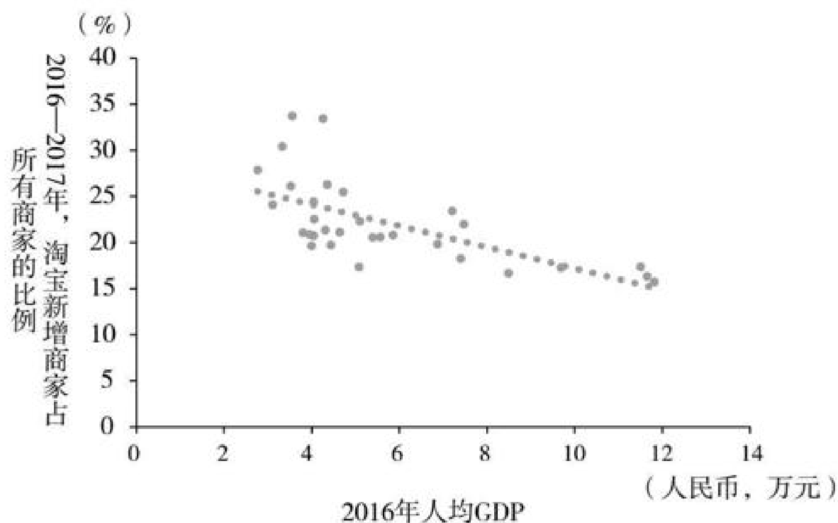
图0.4 中国电子商务区域发展情况

注：电子商务销售额占零售总额的比例是用淘宝和天猫的GMV除以零售总额来计算的。产品多样性基于2018年淘宝和天猫交易的随机抽样样本，以每个产品种类所包含的产品款式的平均数量来衡量。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。每个点代表中国的一个省或直辖市。该图未包括中国港、澳、台地区数据。GMV＝商品交易总量。

资料来源：淘宝，天猫，中国国家统计局，罗汉堂。

第二，地区、性别、收入、年龄之间的创业差距已经缩小。

通过帮助中小企业成长，尤其是帮助欠发达地区的中小企业成长，可以提升普惠性。淘宝是中国最大的电子商务平台，上面有超过1000万家中小企业和初创企业。偏远和欠发达地区正涌现出越来越多新的中小企业（见图0.5）。大约一半的线上创业者是女性，高于线下创业者中女性的比例。电子商务使大量女性能够在家中创业，工作时间比线下商业活动更灵活。



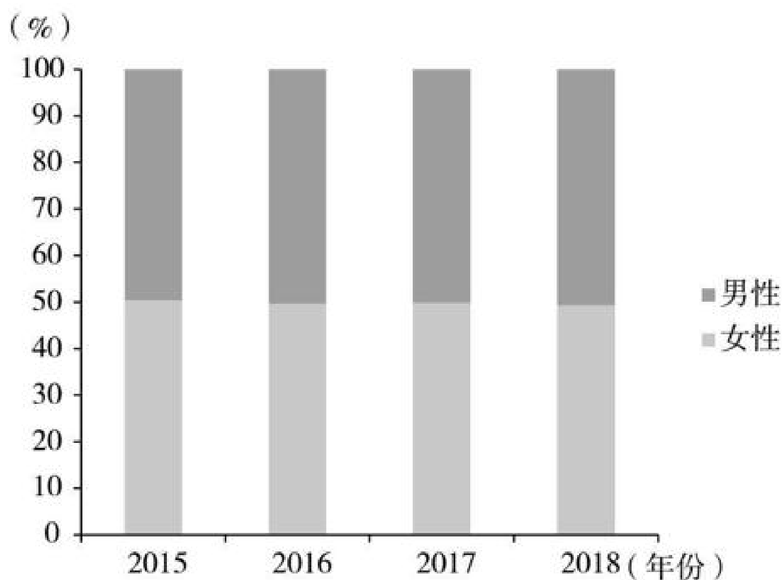


图0.5 中国小微和初创企业的地区普惠性和性别普惠性

注：上图中每个点代表中国的一个省或直辖市；该图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：淘宝，中国国家统计局，罗汉堂。

电子商务也能使残障人士受益。2016年，淘宝上有16万家网店由残障人士经营，销售额达到了124亿元人民币（约合20亿美元）。超过90%的销售额来自文化程度为高中或更低的卖家。这一年，1.6万名视障人士获得了技术支持，在淘宝上创办了自己的网店。

第三，金融服务已变得更可及、更可负担、更可持续。

目前，中国在移动支付领域处于世界领先地位，全国12.5亿网民中的大多数使用移动支付，享受免费转账服务。商家仅需支持0.6%的手续费，是世界上最低的。通过丰富的上下文信息和人工智能算法，移动支付可以准确、实时地评估风险，大大降低欺诈发生率——与传统银行卡的欺诈发生率相比微不足道。数百万家中国初创企业不需要提供抵押物就可以获得贷款。4年来，蚂蚁金融服务集团（以下简称蚂蚁金服）通过创新的“310”信贷模式（3分钟申请、1秒钟审批、零人工干预）向800多万家中小企业提供了无抵押小额贷款。

数字金融服务如支付、贷款、理财和保险，在中国迅速发展。2011年，中国最发达地区还遥遥领先于其他地区（见图0.6）。随着数字金融的发展，到2014年，许多地区都已经迎头赶上。到了2017年，最发达地区相对于其他地区的优势进一步缩小，金融服务的普惠性程度进一步提高。



图0.6 2011—2017年中国数字普惠性金融指数

注：在每个年份，所有区域被划分为4个颜色层，代表的指数区间分别为80%～100%、70%～80%、60%～70%和60%以下。颜色趋同表示数字金融的不均衡性减少。该图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：北京大学数字金融研究中心。

二、对提高数字技术渗透率来说，降低技能门槛与提高技能水平同等重要

一旦技术被采用后，可以通过两种方式来提高技术渗透率。一种方式是提高人口的教育层次和技能水平。2016年，世界银行指出，许多与技能相关的因素会阻碍普惠性增长：幼儿营养不良，受教育机会有限，基本的社会安全网缺失以及制度薄弱等。

另一种方式是降低使用新技术所需的教育和技能门槛。由于手机和互联网的技能要求极低，它们以前所未有的速度渗透到世界各地（世界银行，2016）。它们直接和间接地提高了识字率和基本数字技能，这表明数字技术可以成为教育的重要杠杆，应当尽早和全面地加以鼓励。

中国农村出现了线下电子商务供应商集群，被称为“淘宝村”。这体现了低技能门槛的巨大力量。沙集镇10年前还是贫困地区，人们依靠种田和回收废旧塑料维持生计。当地的大学辍学生孙寒在线销售自己设计的家具，大获成功，成为其他人的榜样。许多已经搬到城市工作和生活的年轻村民返乡，开始生产家具或自己开家具网店。无法移居到城市的老年人也参与其中。就连那些从未学过汉语拼音的人也借助手写识别软件在线做起了生意，还做得风生水起。孙寒这样的企业家获得了管理技能，同时也培训了员工。电子商务促进了物流和零部件供应行业的发展，甚至发展出了摄影和产品设计等专业服务。在不到10年时间里，沙集镇就形成了中国最大的电子商务家具集群。

在持农村户口的企业家中，从事电子商务的人的平均收入远高于不从事电子商务的人（见图0.7）。各种文化程度的人都是如此。值得注意的是，仅有小学或初中文化的人从事电子商务后，收入水平开始接近不从事电子商务的大学毕业生。在不同的“淘宝村”，我们都发现了类似的规律。

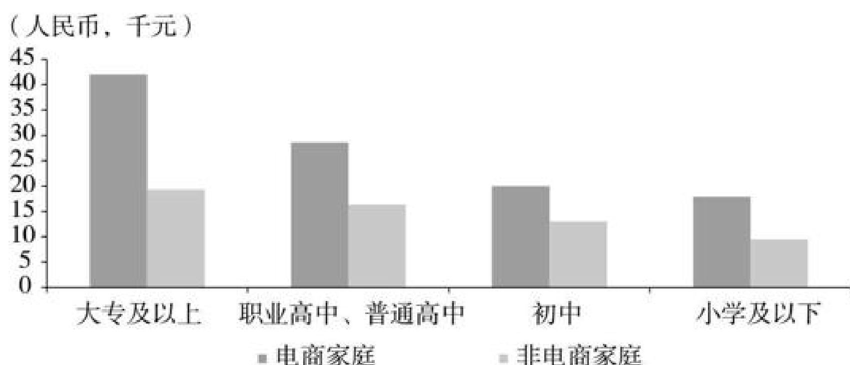


图0.7 2016年按文化程度划分的家庭人均年收入

资料来源：中国家庭金融调查。

数字技术使学习资源更容易获得、学习的成本效益更高。2006年，淘宝推出了在线课程，旨在促进小企业的技能提升。目前，中国99%的贫困县每年可以学习3000个不同的预录课程和2万多个直播课程。淘宝为贫困和偏远地区的公务员量身定制了公共部门培训。2015—2017年，来自765个贫困县的100多万名公共部门工作人员参加了培训。这些活动是“淘宝村”和“淘宝镇”快速发展的关键驱动因素之一。

10年间，M-PESA让移动支付在许多发展中国家普及开来，这是低技能门槛的优点的绝佳例证。M-PESA于2007年在肯尼亚被推出，之后扩展到非洲和东欧的10个国家，最终每年为3000万名客户处理60多亿笔交易。为了克服信息和通信技术的局限性（特别是移动互联网速度慢甚至根本不存在），M-PESA在现有基础设施的基础上进行了创新，以提供价格低廉且容易获得的服务。它使用SIM卡而不是应用程序，允许在功能简单的手机上获得金融服务和其他基本服务。M-PESA设置了密集的网点，仅在肯尼亚就有4万个网点，甚至在偏远的村庄也有网点，这为账户注册带来了极大的便利。

李国权和张金瑞（2015）将M-PESA和支付宝等移动支付服务归因于“LASIC”原则——这些服务利润率低（low profit margins），都是轻资产业务（asset light），设计可扩展（scalable），充满创新（innovative），容易实现合规（compliance friendly）。从本质上讲，可扩展、可及和可负担是释放低技能门槛所蕴含的潜力的关键。

三、数字平台代表了一种新的交流和协作方式，能够促进经济和社会融合

数字技术从根本上改变了传统的在企业与市场之间的权衡（科斯，1937），促进了第三种制度形式的出现，即双边数字平台（梯若尔，2014）。一个成功的平台能够让所有的利益相关者参与进来、相互协作并做出贡献，可以通过在参与者之间创建大量的互动来提升网络的价值。买方和卖方可以依据对方的反馈和数字足迹，实现更好的匹配，满足各自的需求。重要的是，数字平台提供了一种普惠性的协作方式，这

种方式可以促进经济和社会融合。

数字平台也超越了电子商务和金融服务，彻底改变了商业运营方式和供应链。阿里巴巴旗下的千牛工作台，每月都有数百万家中小企业使用。该平台整合了数千种第三方商务工具，可以帮助中小企业进行市场营销、产品管理、在线运营、客户服务、现金管理、物流、商务咨询服务和数据分析，基本上涵盖了企业经营的方方面面。阿里巴巴的“淘工厂”平台将来自30多个行业的4万家工厂与淘宝卖家连接起来，形成了完整的供应链市场。淘宝卖家可以出售自有品牌和自己设计的产品，通常从小额临时订单开始，不需要拥有生产设备。这导致了产品种类的爆炸性增长。

数字平台与其说是企业，不如说是一个实现了经济和社会融合的生态系统，由一家企业创建和监管，向所有利益相关者开放。其经济价值来自看似无限的交流和协作的可能性以及极高的效率，所有这些都归功于数字技术的特殊性。例如，在中国蓬勃发展的移动支付不是一项独立的金融服务，而是数字平台上交易或社交互动的重要组成部分。而实时的数字信息又从根本上提升了信用风险评估的便捷性和效率。在数字生态系统中，消费者和中小企业同时是数字信息的用户、生产者和受益者。

当然，并不是所有的数字平台都是双边的，它们在普惠性方面可能有所不同。中国和其他地方的经验表明，总体而言，设计合理的数字生态系统可以成为普惠性数字技术渗透的强大驱动力。

宏观经济学家和贸易理论家一直强调，远离市场、缺乏产品和就业信息等带来的贸易和匹配摩擦是导致市场失灵（如存在闲置资源和贸易稀缺）的重要因素（戴蒙德，2010；莫滕森，2010；皮萨里德斯，2010；艾萨德，1954）。按照皮萨里德斯（2010）的观点，数字平台可以改善去中心化市场上的供需匹配，为所有人带来更好的市场结果。

对于去中心化市场机制的信息效率，哈耶克提出了开创性的论点，而新的数字信息技术为此论点带来了新的证明。他认为，与中心化的计划经济相比，去中心化市场能够更好地处理信息，从而更高效地配置资源。然而，我们知道，信息不完全经常会导致市场失灵，这也削弱了哈耶克的论点。随着信息技术的发展，数字经济强化了哈耶克的论点——市场受益于一种新型的“轮子”，即数字平台，促进了无摩擦的去中心化

和更深层次的协作。

四、有效的数字技术渗透需要公共部门和私营部门密切合作

要进行创新，就必须搞清楚公共部门和私营部门各自的角色，这一点在数字技术和电子商务的发展中尤为明显。正如世界银行《发展委员会报告》（2008）指出的那样，公共部门在促进社会发展和经济增长方面可以做出重要贡献。公共部门需要保持政治和宏观经济稳定，实施连贯的发展战略，完善基础设施和创建友好的监管环境，并且最好能预测私营部门的需求。

中国政府在确定国家数字化发展道路方面发挥了非常积极的作用。新的数字经济是由私营部门开创和推动的，但它同时得益于公共部门的支持：良性的监管环境、高效的基础设施建设和地方政府的支持。由于数字技术如此新颖，发展如此迅速，政府需要鼓励试验，即愿意承担风险、接受失败。中国政府的成功之处就在于允许企业家试错。中国政府将数字经济列为优先事项，并鼓励地方政府与私营部门展开密切合作。

数字技术与经济和社会融合是普惠性增长的关键要素，因此，积极消除区域和全球贸易壁垒，发展具有良好数字商业基础设施的经济特区，是一项非常重要的工作。无论经济体量或国内市场规模如何，情况都如此。

五、数字技术会带来不确定的影响，管控这一影响是一项挑战，但我们必须首先将事实与猜测和焦虑区分开

尽管强有力的证据表明数字技术能促进普惠性增长，但人们对数字技术带来的不利后果仍深表担忧并予以密切关注：技能要求的变化可能会带来技术性失业、私人信息被滥用、竞争政策滞后、不平等加剧。然而，很少有确凿的证据能表明这些不利后果真的会发生。相关学术文献仍然有限，大多数讨论是在新闻和社交媒体上进行的。我们将简要地讨论“数字技术带来风险”的说法。

机器让人失业了吗？如果因为数字技术而消失的就业机会比数字技术创造的就业机会多，那么可以说出现了“技术性失业”，但并没有确凿的证据表明这种现象已经发生。全球失业率至少自1991年有可比较的统计数据以来一直保持相对稳定，尽管自那时起劳动年龄人口增加了近16亿，累计增幅达50%。机器人和人工智能仍然处于早期发展阶段，它们重现复杂推理的能力仍然是一种猜想。此前的技术变革浪潮伴随着担忧，人们害怕这些技术变革会造成大规模失业，而这些担忧最终被证明是杞人忧天。

话虽如此，数字革命仍将在劳动力市场上制造更大的“扰动”。那些无法适应新技术的人，可能会感到被排斥在进步之外。如果不对人力资本的落伍施以缓解政策，家庭就会遭受毁灭性打击，社会稳定就会被破坏。工作性质的变化要求加强公私合作，从而重新培训现有劳动适龄人口，并借助数字技术改造教育系统。

科技企业，特别是那些运营数字平台的企业，是否变得过于强大了？真正的问题不在于“超级平台”的规模，而在于它们的主导地位是否面临着竞争。我们的研究表明，在大部分情况下，这些“超级平台”确实面临着这样的竞争，至少在中国是这样。

即便是最大的数字平台，也无法免受竞争压力，这至少有两个原因。第一，竞争对手通常提供的是差异化产品。第二，更关键的一点是，卖方和买方都可以同时选择多个平台。

隐私是否受到了越来越大的威胁？回答这一问题的挑战在于，如何从各个角度理解数据共享的风险和回报。数据共享对数字经济的逻辑至关重要，因此，我们无法在完全保护隐私和完全不保护隐私之间做出绝对的选择。如何取舍取决于具体情况。而在这种情况下，选择保护什么和披露什么就变得更加困难，因为隐私既与人的尊严有关，也与经济财产有关，不同的社会群体不可避免地会对取舍有不同的看法。

有一篇关于隐私问题的早期文献提到，对信息追踪征税的隐私监管政策会产生模糊不清的福利效应（戈德法布和塔克，2011）。很少有人能清楚地知道他人、机构和政府掌握了关于自己的多少信息。他们可能不太清楚这些信息是如何被使用的以及这会产生怎样的后果。这些挑战导致了经典的隐私悖论（巴恩斯，2006；阿西等，2017），即人们总是声称非常关心自己的隐私，但往往忽略了自己的线上行为带来的风

险。当然，公共部门和私营部门可以做很多事情来告知和保护消费者。

数字技术可能带来隐私和信任问题，但也可能为相关解决方案做出贡献。将脱敏、加密和安全多方计算等技术与用户许可流程相结合，就可能减轻与隐私相关的许多担忧。

总体而言，技术和不平等之间的关系尚不清楚。过去30年的研究表明，薪酬不平等变得更加严重，而技术革命是其潜在原因之一，但实证证据既有支持这种说法的，也有反对这种说法的。克鲁格（1993）发现，在工作中使用电脑的劳动者比不使用电脑的劳动者多挣15%~20%，而迪纳多和皮施克（1997）则认为，使用电脑的人拥有未被注意到的技能，当电脑被引入高薪岗位时，这些技能便带来了较高回报。

显然，技术对社会的影响是不均衡的，这种影响因技术和应用而异。它创造了赢家和输家，但也产生了明显的普惠性影响。在发展中国家和欠发达地区，新的市场准入和市场机会带来的收益更加明显，正如中国的经验所展示的那样。正确的目标不应该是为保护输家而维持现状，而应该是寻找能够推动生产力发展的途径，同时为所有人创造平等的经济机会。

我们认识到，虽然数字技术总体上是普惠性机会的主要提供者，但它也提出了复杂而重要的社会和经济问题，这些问题值得进一步研究，也必将在我们今后的研究计划中占据一席之地。

呼唤新的发展范式

本书指出了数字技术在哪些方面对中国的普惠性增长产生了重大影响，并就如何在全球推广中国经验提供了一些见解，特别是在那些最需要普惠性增长的地区。

我们呼吁新的数字发展范式，其关键内容如下。

首先，关于数字技术影响力的讨论大多集中在其成本和潜在风险上，但我们也应该注意到，数字技术为普惠性增长做出了宝贵贡献，在微观层面和宏观层面都如此。部分女性、穷人和残障人士等一度弱势的社会经济群体被充分赋能，获得了前所未有的服务。随着数字技术的引进和推广，中国的偏远和最不发达地区获得了巨大的推动力，数字技术的潜力得以释放，这些地区与发达地区的差距得以迅速缩小，那里的人们得以在广阔的市场上获得产品和服务。但中国和世界上其他国家和地区仍有许多工作要做。

其次，数字技术之所以能够产生积极影响，是因为它能够打破传统市场上的关键信息壁垒，降低有效使用数字技术所需要的技能水平。特别是，为了提高数字渗透率，降低技能门槛与提高技能水平同等重要。数字市场的特殊性有助于应对交易匹配、信任和合同执行方面的挑战。数字平台可以使市场更加高效，吸引更多的参与者，提高产品多样性。数字平台在创造一体化的数字生态系统方面发挥着关键作用，这种生态系统能够促进创新，促成市场内和市场间的新的协调模式。

再次，移动互联网和宽带接入等基础设施以及友好的监管环境至关重要。弱势群体和欠发达地区一旦能够参与到现代数字经济中，就会以可持续的方式对技能、培训和基础设施建设产生强大的正反馈效应。当然，这不会自然而然发生。公私部门的有效合作、市场一体化和数字平台力量的释放是数字增长战略取得成功的关键要素。

最后，我们必须妥善应对这一动态过程中的意外挑战，如对就业、竞争、数据隐私和社会平等的潜在不利影响。应对这些挑战的第一步是将事实与虚构和猜测区分开。全面评估技术的影响和应对其影响的最佳政策，将非常有助于获得大家的支持，更好地拥抱数字技术，释放其普

惠性增长的巨大潜力。

今天的新兴市场同时面临着多种技术革命，包括电力革命、计算机革命和数字革命。这意味着这些市场很可能沿着不同于发达经济体的数字化道路发展（格申克龙，1962）。新兴市场的许多零售服务过去是由当地小企业和非正规部门提供的。在数字技术和电子商务平台的帮助下，大量中小企业应运而生，它们可以为远在千里之外的客户提供服务。

一种新的范式正在出现，它涉及规模更小、资本密集度更低、更环保的数字技术的广泛传播，这些技术促成了普惠性的分布式生产模式，为全球的穷人提供了更适合他们的产品。这些技术提供了似乎无限的机会，开发了更多人力资源和消费需求，而在过去很多个世纪中，这些资源是被浪费掉的。各种数字技术相辅相成，为关键市场创造了新的构成要素。得益于低技能门槛、低使用成本、数字信息的非竞争性以及平台带来的网络效应，数字技术的采用滞后大幅缓解，渗透率大幅提升，这带来了促进普惠性增长的更多机会（见图0.8）。

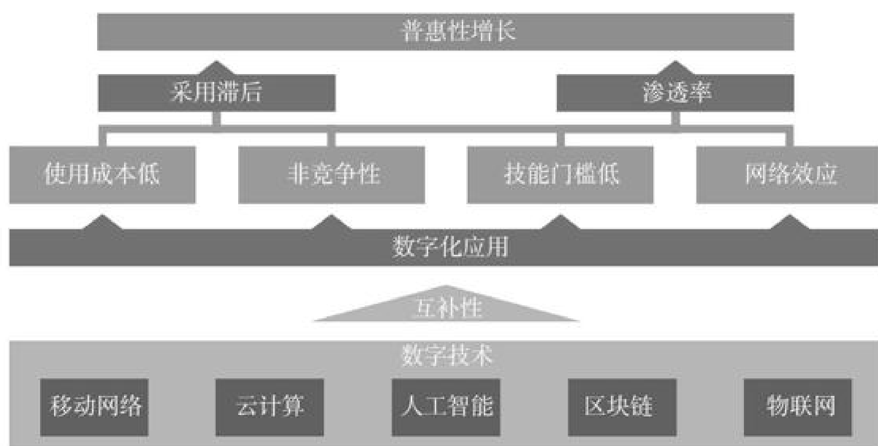


图0.8 数字技术推动普惠性增长的新途径

资料来源：罗汉堂。

我们越了解各种可能性和相关权衡，政府和其他机构就越容易制定促进普惠性增长的战略，这种增长有利于社会和政治稳定。如此一来，“创造性破坏”的过程就可以变为“创造性建设”的过程。

第一章 数字技术带来的机遇和挑战

技术变革是一把双刃剑。它为经济和社会的长期发展提供了无尽的机会，也可能在短期内带来破坏性影响，引起经济震荡和社会混乱。技术变革是社会空前繁荣的主要驱动力，它使人类摆脱了几个世纪前的“孤独、贫穷、脏乱、野蛮和物质匮乏”的生存状态，使贫困和暴力日渐减少，物质短缺越来越少见，物质改善的前景越来越广阔（平克，2012；罗斯林和伦隆德，2018）。但技术变革有时伴随着经济冲击和结构性变化，无法适应新形势的企业、劳动者和政府会因此受到生存威胁。技术变革虽然是取得长期进步的先决条件，但也可能是短期内经济和社会两极分化、政策僵局和政治动荡的根源。

平衡技术进步的成本和收益的一项基本要求是，技术的应用方式必须能够支持和促进普惠性增长。我们所说的普惠性增长能够提供平等的机会，确保所有人都能获得就业机会并从中受益，同时使最脆弱的社会成员免受潜在破坏性混乱的负面影响。

普惠性增长是联合国可持续发展目标不可或缺的一部分，也是各国的重要政策目标。自工业革命以来，技术革命对普惠性增长的影响一直是人们激烈辩论的主题。概括来说，有三大阵营：一是悲观主义者，即技术恐惧者，他们认为混乱和破坏不可避免；二是乐观主义者，即技术爱好者，他们认为增长的浪潮必将惠及所有人；三是现实主义者，他们认为普惠性增长是可以实现的，但前提是持续的政策干预和跨部门合作可以使较晚或较慢采用新技术的人免遭排斥。本书的目的是展示数字经济如何帮助我们将愿景变为现实。

悲观主义、乐观主义和创造性破坏

在技术推动经济发展的整个历史中，一些最聪明的经济学家认为技术对普惠性的影响是负面的，他们非常悲观，被称作“沮丧的科学家”。他们认为，机械化将不可避免地导致失业和不平等，劳苦大众的生活将难以为继。马克思（1894）认为机器是一种比工人更优越的生产投入，由机器驱动的资本主义将埋下毁灭自身的种子。

凯恩斯（1963）创造了“技术性失业”一词来描述“暂时性失调”，其他人则对可能出现的长期混乱和就业机会的永久减少表示担忧。每当重大技术创新浪潮引发人们对长期前景的担忧时，长期混乱、就业机会的永久减少这样的问题就会被再次提及。机器人永远不会老，也不需要休假，这让人们感到恐惧。牛津大学的一项研究加剧了这种恐惧，该研究表明，美国有47%的就业机会将受到自动化的威胁（弗雷和奥斯本，2013）。尽管作者后来表示，他们的发现并不一定意味着未来将出现“技术性失业”，但报道这一预测的头条新闻已经在全球被广泛转载，引起了悲观主义者的深切担忧。

历史表明，对整个社会来说，技术革命的失业效应大多是暂时的，尽管那些无法适应新形势的社会成员会经历漫长而痛苦的过渡阶段。以美国为例。1800年，美国90%以上的劳动者是农民。到1900年，这一比例已经降至41%，而现在已不足3%。然而，美国的失业率并没有发生结构性变化。在全球范围内，技术革命创造了数十亿个就业机会，其中许多是在制造业和服务业，数十亿人因此摆脱了贫困。现代历史的一个显著特点是，新技术为所有人创造了更多的就业机会，提高了每个人的生活质量。同样值得注意的是，评论家和分析师在预测这些趋势时缺乏想象力，对技术进步表现出了持续的焦虑。当然，我们对损失总是比对收益更敏感，这只是人类的本性（特沃斯基和卡尼曼，1991），尤其是当收益难以预测时。

在另一个极端，乐观主义者认为，从长远来看，经济增长必定是水涨船高、惠及所有人的。按照经济学家的预测，在均衡增长模型中，这种乐观的结果在以下条件都满足时就会出现：资本投入（购买厂房和设备的投入）的增长速度与劳动力投入和技术进步的速度相同；熟练劳动

力和非熟练劳动力的供需保持平衡。即使不平等状况有所加剧，从长远来看，经济增长也会扭转这一趋势（库兹涅茨，1955）。这种乐观主义并不能说服悲观主义者，因为它不能直接应对经济在技术冲击下的短期动态反应，也不能消除就业机会和不平等状况在现阶段可能受到的影响。如果那些跟不上技术革命步伐的人被忽略，那么风险会随之而来——导致社会情绪高涨，这种情绪会阻碍（对更好地利用新技术而言很有必要的）政治和经济改革。毕竟，凯恩斯说过："从长远期来看，我们都会死去。"

熊彼特（1942）的术语"创造性破坏"最能概括短期技术冲击和混乱与长期经济增长之间的联系。正如他观察到的那样，市场经济"本质上是一种经济变革的形式或方法，它永远都不是静止的，也不可能是静止的"。维持经济运行的根本动力"来自新的消费品、新的生产或运输方法、新的市场、新的产业组织形式"。

工业革命促使生产规模不断扩大，运输和通信革命拓展了市场，两者都促进了竞争，以便从新产品和生产流程中受益。当前正在进行的数字革命进一步促进了基于平台的协作，打破了企业和市场之间的界限，引发了更激烈的竞争。数字信息的生成和共享使人类能够在全球范围内建立更复杂的文明（康纳，2016；豪斯曼等，2014）。在技术的帮助下，我们拥有了越来越强大的力量，能更好地使用材料、能源和信息（莫里斯，2013；伊达尔戈，2015），构建更加精细、基于法律和规则的数字化世界，大规模的人类专业化、互动和协作将变得更加经济和更具普惠性（赖特，2000；布鲁姆，2000）。熊彼特所说的"创造性破坏"会带来一系列重要结果，而现代金融、教育和通信服务只是其中几个例子。

这里的关键问题不是机器人和人工智能是否会让人类失业，而是如何确保这些技术创新为所有人提供生产率和报酬更高的工作，为所有人提供更具普惠性的机会，同时提供充分的社会保护，以缓解技术落伍对适应能力最差的人造成的破坏性影响。本书探讨的焦点并非是否要放弃寻找，而是如何磨砺技术变革这把双刃剑，在促进经济增长的同时，钝化其带来的破坏性影响。简而言之，我们要讨论的问题是如何将"创造性破坏"转化为服务于各方的"创造性建设"。

经济在过去是如何增长的

经济增长的历史就是技术创新和传播的历史，大致可以分为三个阶段（斯宾塞，2011）。18世纪中叶之前的至少800年是第一阶段，彼时全球人均GDP基本上停滞不前，增长微乎其微。接下来的200多年是第二阶段，工业革命先后在欧洲、美国和日本发生，人均GDP每年增长1%~2%。这种经济增长是选择性的，而不是普惠性的，工业化国家将其他国家远远抛在后面，造成了所谓的“大分流”（琼斯，2003；彭慕兰，2000）。

第三阶段开始于二战结束后，我们现在仍处于这一阶段。促进经济增长的技术革命的好处已经扩散到世界其他地方（格罗斯曼和赫尔普曼，1991）。在“雁行模式”（赤松要，1962）中，日本率先腾飞，接着是“亚洲四小龙”，之后是中国大陆和越南，所有这些经济体都能够在几十年间保持每年7%以上的增长率，相当于每10年翻一番。印度作为新崛起的大国，近年来增长势头强劲（见图0.1）。

这种广泛的经济增长模式可以用各国技术传播的演变来解释（科明和梅斯特里，2018）。200年前，各国收入差距相对较小。美国、加拿大、澳大利亚和新西兰被麦迪森（2004）称作西方旁支国家。这些国家和欧洲国家比其他国家平均富裕90%。

到2000年，这一差距已经扩大至750%。如今，有证据表明，全球收入差距正在缩小，但这主要是由东亚和印度的快速发展推动的，预计这样的趋势会持续下去（见图1.1）。

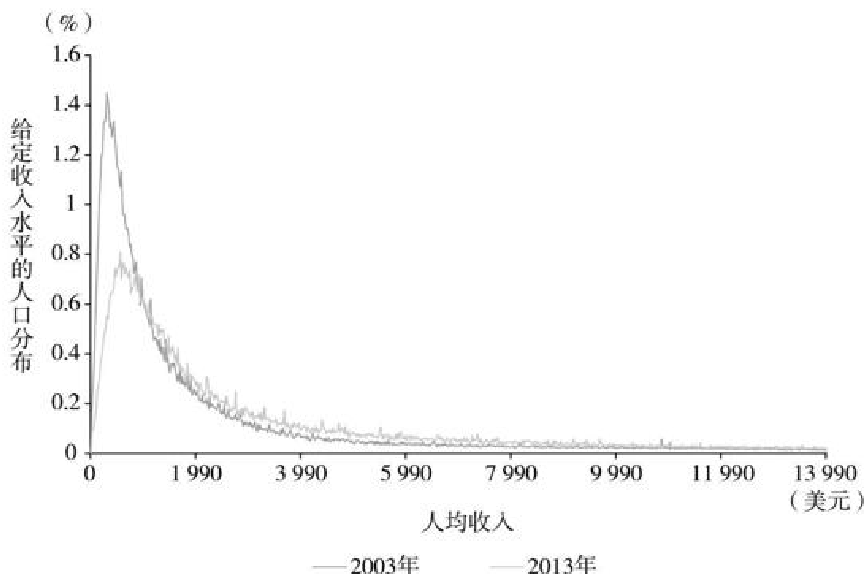


图1.1 2003年和2013年全球收入分配情况

资料来源：赫勒布兰特和毛罗，2015。

从长远来看，技术能给经济和社会带来实实在在的利益，这一点越来越明显。同时，我们也清楚地看到，主要障碍不是任何特定国家或地区缺乏动力，而是存在阻碍技术传播的系统性障碍。在全球经济增长的第二阶段，欧洲以外的大多数国家要么无法获得新技术，要么负担不起，因为它们还没有想好如何充分利用新技术并从中获益。二战结束后，这种情况有所改善，我们认为还有进一步改善的可能性。

审视最近几年的情况，就能清楚地看到，技术带来的好处在世界各地得到了更快的传播，尤其是在亚洲国家和地区。这是运输和通信技术快速改善的结果，同时与二战后建立的重要的全球性机构有关，如联合国、国际货币基金组织、世界银行和世界贸易组织。这些刺激因素共同构成了日益一体化的全球市场的支柱。亚洲经济体的腾飞并不是因为它们拥有丰富的资源，而是因为它们的劳动力受益于技术采用和技术渗透，这种优势与它们新发现的参与全球市场的能力结合在一起，形成了巨大的推动力（见图1.2）。

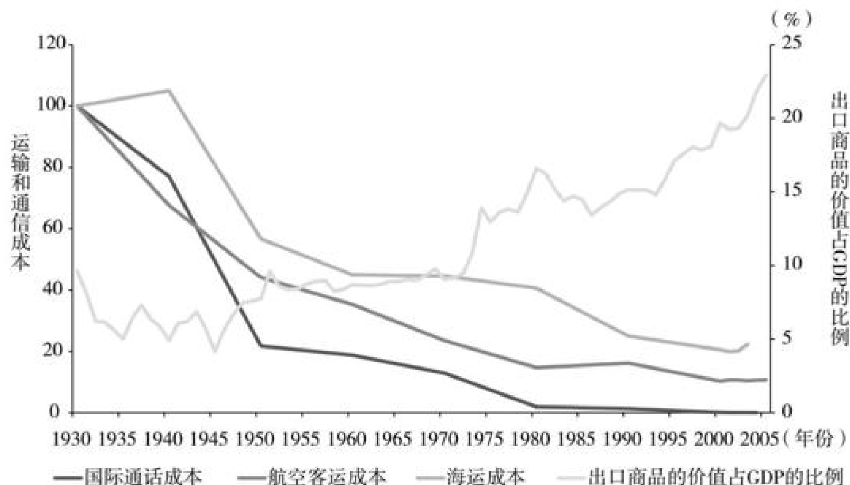


图1.2 1930—2005年全球出口商品的贸易成本及其价值占GDP的比例

注：左轴为运输和通信成本相较于1930年的变化情况（1930年＝100）。

资料来源：奥尔蒂斯–奥斯皮纳，贝特基恩和罗泽，2019年。

事实上，通过一体化的市场进行技术传播是历史上反复出现的主题。技术进步使市场扩张变得越来越容易；反过来，更大的市场能够提供更大的利润和更多的激励，从而促进技术进步。图1.3用贸易量作为衡量市场扩张情况的指标。从图中可以看出，在工业革命时期，西欧的贸易量实现了大幅增长。

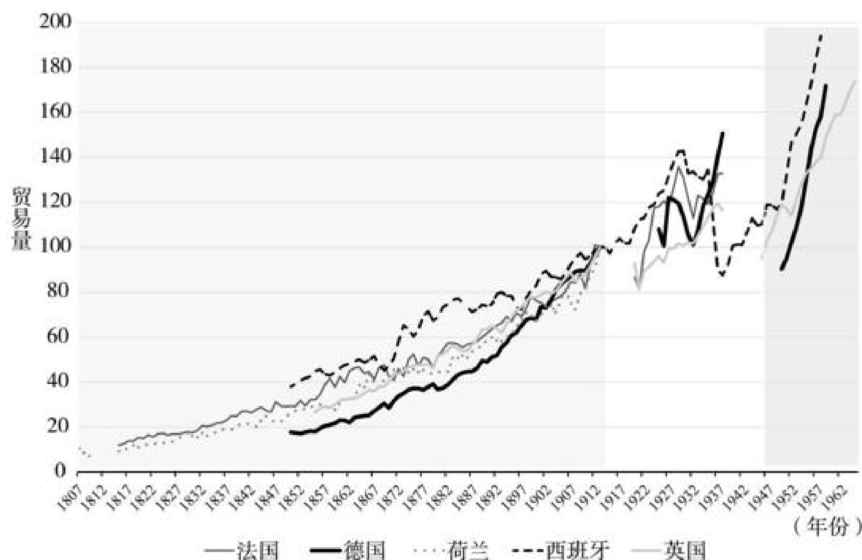


图1.3 1807—1965年西欧贸易量

注：以不变价格计算的贸易额（1913年＝100）。

资料来源：比较历史国民核算数据中心。

二战后，东亚经济体的贸易量也出现了类似的增长，出口额占GDP的比例呈明显上升趋势（见图1.4）。

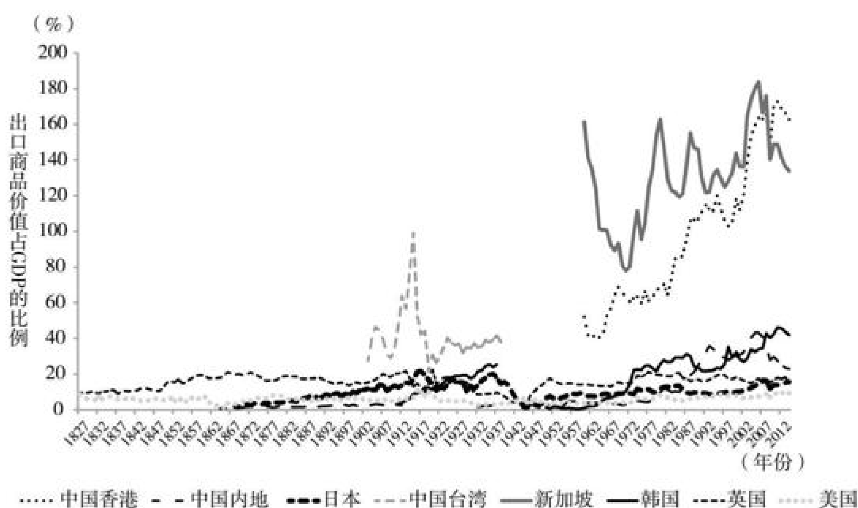


图1.4 1827—2014年各国或地区出口商品价值占GDP的比例

资料来源：米歇尔·富昆和朱尔斯·胡戈特，2016年。

不仅技术突破本身带来了更高的生产率和生活水平，适当的机制、妥善的体制安排（它们促进了知识传播和市场一体化）也发挥了作用（见图1.5）。正如诺斯（1987）所指出的那样，现代经济增长是制度发展的结果，这些制度“允许一个经济体受益于尖端技术所带来的专业化和分工，而这些技术是西方世界在过去几世纪中发展起来的”。

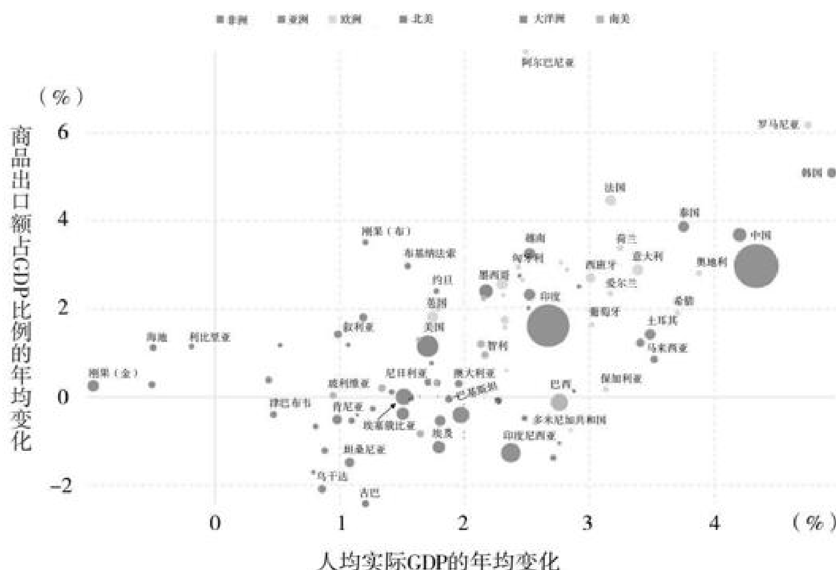


图1.5 1945—2014年收入和贸易增长

资料来源：米歇尔·富昆和朱尔斯·胡戈特，2016年；麦迪森数据库，2018年。

这种制度安排的主要目的是降低在市场上获取和传播信息的成本。“信息成本在很大程度上决定着交易成本，而交易成本包括衡量交换物的价值属性所需的成本，以及保护权利、审查协议和执行协议带来的成本。这些衡量和执行成本是社会、政治和经济制度的来源”（诺斯，1990）。

这种见解在数字时代非常重要，因为数字技术正在为信息的生成、处理和传输带来革命性的变化。经济增长的历史表明，数字技术和普惠性增长之间的关系取决于数字技术如何提高市场以及企业和政府等非市场组织对信息的利用效率。只有当增长具有普惠性时，技术传播所必需

的全球和国家制度安排才能获得普遍支持，并得到维持和加强。正如本杰明·弗里德曼在《经济增长的道德意义》（2005）中指出的那样，当经济增长具有普惠性时，它就可以与促成更好制度安排的社会支持形成相辅相成的关系。如何将他的观点变为现实，这是一项挑战。

鉴于技术在塑造经济史方面所起的关键作用，仔细研究技术传播的过程将大有裨益。粗略地说，技术传播的成功取决于两个因素：技术采用和技术渗透。

技术采用是使用和完善新技术的早期阶段。1900年，发达国家和发展中国家的收入差距，大概有一半是因为“采用滞后”（科明和梅斯特里，2018）。然而，随着时间的推移，这种滞后有所缓解。例如，手机和互联网被发明后几十年内就惠及了全球大部分人，在发达国家和发展中国家都是如此。

再来说一下技术渗透。随着新技术被应用于越来越多的社会和经济活动，它可以实现越来越高的效率（科明和梅斯特里，2018）。

在第一次和第二次技术革命期间，富国和穷国之间的技术渗透率差距扩大，这导致了经济分化。在数字时代，技术渗透率能否以普惠的方式得到提升？这一问题变得越来越重要。对此，我们可以大有作为。

数字技术有什么不同

数字革命至少在以下四个方面不同于以前的技术革命。

第一个方面是其前所未有的渗透速度。在美国，各种技术的渗透率达到25%所用的时间均不相同：电话用了35年，收音机用了31年，电视机用了26年，电脑用了16年，手机用了13年，而互联网仅用了7年（见图1.6）。

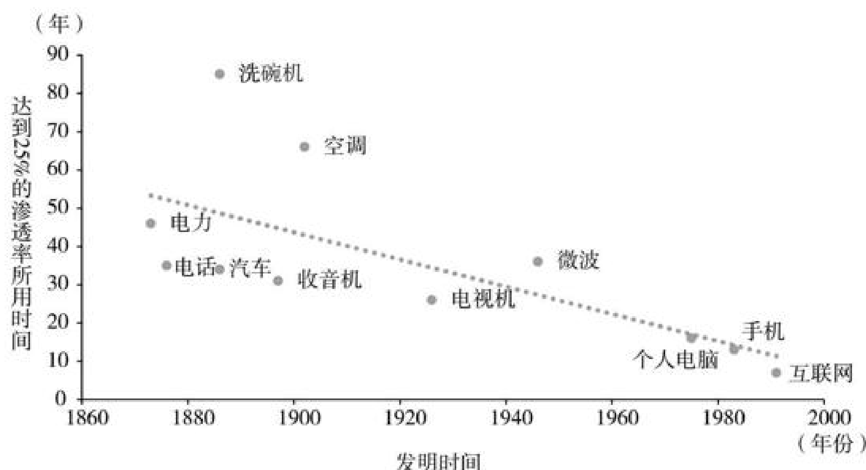


图1.6 美国数字技术渗透率

资料来源：米克，2018。

第二个方面是数字技术的渗透比早期技术革命更少依赖经济发展水平，这要归功于其可负担性的大幅提高。以数字技术采用指数来衡量，许多人均GDP低于5000美元的发展中国家已经达到与发达国家大致相同的技术渗透率（世界银行，2016）。关于中国人均GDP的增长有很多讨论，但很少有人注意到中国同时在向数字经济快速转型。在过去10年左右的时间里，中国已经成为全球电子商务领域的领先者。2017年，中国电子商务销售额占中国零售总额的23%。中国经济逐渐向消费驱动型经济转型，尤其是线上消费（见图0.2）。

在获得第一次技术革命，即工业革命带来的诸多好处后，新兴市场

正大步迈向以电力为代表的第二次技术革命、以计算机为代表的第三次技术革命和以数字技术为代表的第四次技术革命。同时采用多种新技术意味着新兴市场可能会沿着与发达经济体截然不同的数字化道路前进。例如，美国前100家零售商的销售额占美国零售总额的40%以上，但在中国这一比例不到10%（见图1.7）。

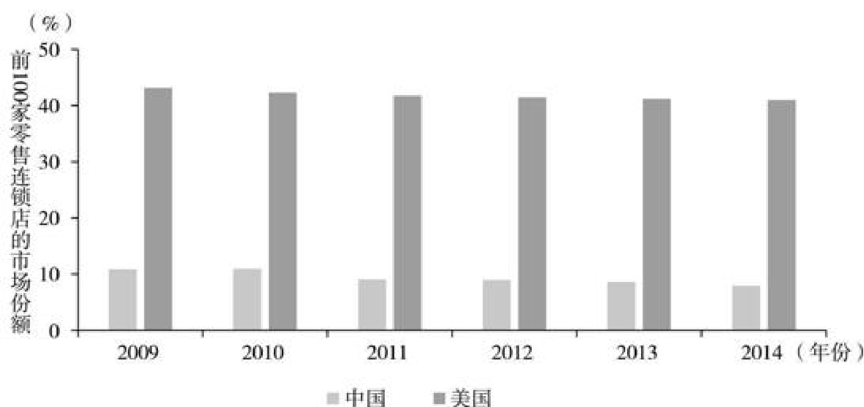


图1.7 2009—2014年中国和美国前100家零售连锁店的市场份额

资料来源：美国零售业联合会，2017年；中国连锁经营协会和冯氏集团利丰研究中心，2014年；罗汉堂。

与其他新兴市场一样，中国的零售服务中有很大一部分是由本地小企业和非正规部门提供的。借助数字技术和电子商务平台，更多的中小企业可以为千里之外的客户提供服务，这在以前是不可能的。新兴经济体可能不必再经历发达经济体经历过的零售业整合阶段。

第三个方面令人惊讶，那就是新兴市场的消费者和生产商普遍对数字技术表现出了更高的热情。联合国最近的一项调查显示，2017年中国和印度90%以上的人都强烈或比较认同互联网利大于弊，而在美国，这一比例不到70%，在日本，这一比例不到60%（见图1.8）。

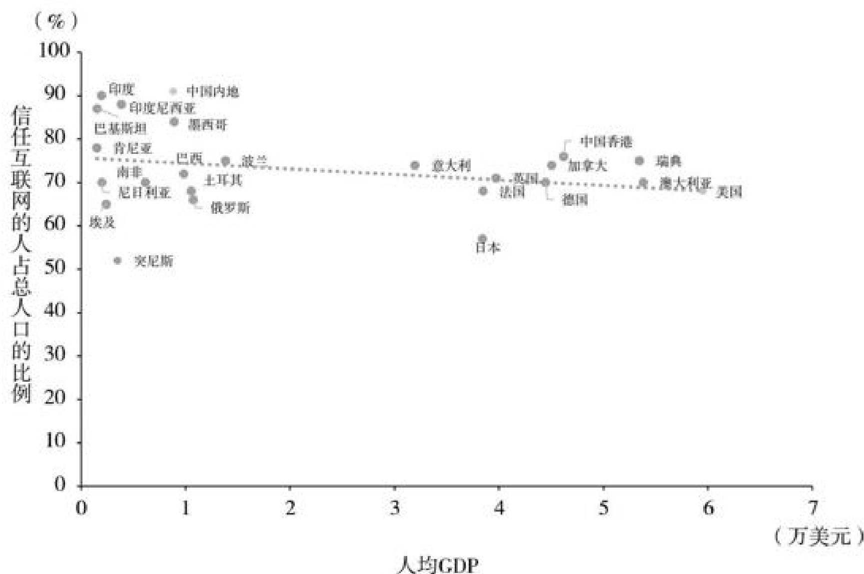


图1.8 2017年互联网信任度与人均GDP的关系

注：信任互联网的人占总人口的比例源于国际治理创新中心的调查报告，指的是对“你信任互联网吗？”这一问题给出了肯定回答的受访者。

资料来源：国际治理创新中心，联合国贸易和发展会议，世界银行，罗汉堂。

人们对移动支付的态度差异更大，这体现在接受移动支付的受访者比例上——中国和印度尼西亚超过90%，印度超过80%，肯尼亚接近80%，美国不到45%，法国不到31%，日本不到30%（见图0.3）。更普遍的是，新兴市场跨过了个人电脑时代，直接进入了移动互联网时代，不仅在开发和采用移动支付系统方面处于领先地位，而且在发展移动互联网所支持的丰富的、相互依存的生态系统方面处于领先地位。

人们对数字技术应用的态度存在明显差异，背后的关键因素之一是，目前的金融和零售服务在新兴市场的效率往往要低得多。所以，按照经济学家的说法，在新兴市场上采用数字技术，边际收益要大得多。此外，发达市场上现有的传统服务提供商更倾向于抵制变革。

值得注意的第四个方面是，数字技术会带来意外的挑战：就业机会消失，技能要求迅速变化，隐私和数据安全以及竞争政策相关的问题。

其中很多问题都非常复杂，尤其是与数字技术带来的好处纠缠在一起时。

我们应该如何拥抱数字技术

促进技术传播的主要驱动因素有两个：一是提高教育水平和技能水平以利用新技术，二是降低技术传播相关的技能要求。虽然这两大驱动因素都很重要，但在资源有限的情况下，我们有必要区分它们的相对重要性。掌握一项新技术需要花很多时间并且需要持续地边用边学。降低技术采用门槛更容易，也越来越重要。更低的技能门槛可以加快边用边学的进程，为新应用创造更多机会，促进规模经济和范围经济的发展。许多数字技术的技能门槛相对较低，这有利于实现上述两个目标。

较低的技能门槛大大加快了新兴市场的技术传播速度。根据世界银行的数据，发展中国家80%的成年人拥有手机。拥有手机的人比拥有干净水资源的人还多。如图1.9所示，到2017年，手机渗透率的提高与否不再取决于GDP的变化。如果说教育带来的惠普性是涓滴细流，那么较低的技能门槛带来的惠普性就是倾盆大雨。当前，技术传播的速度和普惠性都远超以前的技术革命，这是工业革命以来首次出现这样的现象。

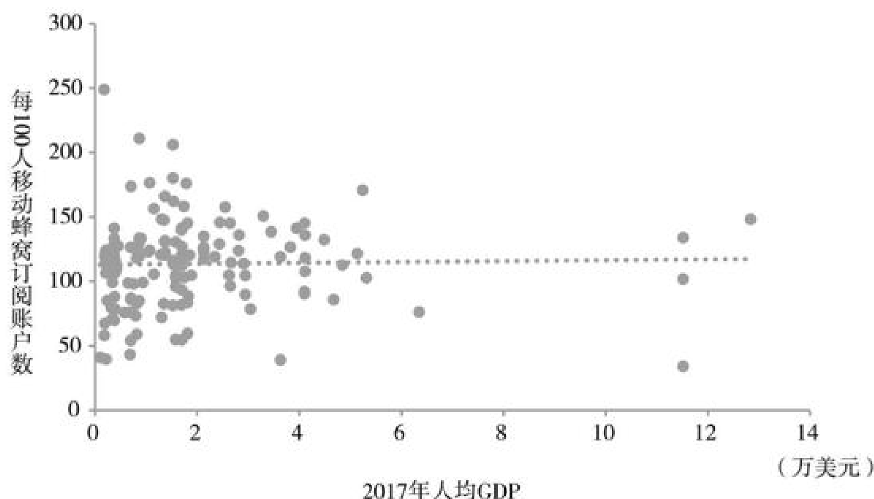


图1.9 2017年手机的使用与人均GDP之间的关系

资料来源：世界发展指标，世界银行。

综上所述，数字时代的新范式正在全球快速形成，这一范式为实现

更具普惠性和可持续性的经济增长提供了新的、更好的途径。规模更小、资本密集程度更低、更环保的技术的广泛传播，促成了惠普性的生产和分配模式，能够以独特的方式满足全球贫困人口的需求，而大部分未开发的人力资本和潜在消费需求就来自这些人（卡普林斯基，2018）。

与此同时，通过振兴老工业区（阿格塔米尔和巴克，2016）和将旧工业部门改造成新的创新中心（莫雷蒂，2012），发达国家的知识多元化和集约化趋势也将提升普惠性。

有些数字技术被迅速而广泛地采用，是由多种因素驱动的。它们的技能门槛和使用成本都比较低，并且彼此互补。数字技术的显著特点是网络效应明显，一个用户采用新技术，可以使区域市场、国内市场和国际市场上的其他所有人都受益。这一点极大地缓解了采用滞后，显著提高了技术渗透率，为各个国家提供了更多促进普惠性增长的机会（见图0.8）。

社会科学将政策分析和预测奠基于日益坚实的理论基础和实证证据上，这表明其已走向成熟。对于如何建设基础设施和营造商业环境，以便从数字技术的广泛应用中获得最大收益，很多人已经做过有趣的分析，并提出了很多政策建议。要想预测数字技术对增长和普惠性的影响，就必须从丰富的数据和可靠的科学试验中获得确凿证据。然而，技术爱好者和技术恐惧者的看法仍然大相径庭。双方都不理解数字技术是如何传播、如何使商业运作实现现代化以及如何服务于劳动者、消费者和家庭的。在经济分析中，市场和公司的运作长期以来被视为一个“黑箱”（皮萨里德斯，2010）。现在，我们要研究它们的微观基础，以更好地理解上述现象。

我们越理解当前面临的机会和相关权衡，就越能更好地实施相关战略，利用数字技术促进普惠性增长，应对意外的挑战。简而言之，熊彼特提出的“创造性破坏”可以变成更可行、更有力的“创造性建设”。

本书将从新兴市场的角度审视我们迄今为止在数字技术采用和渗透方面所学到的知识。虽然大部分讨论都是关于中国的，但我们的目标是探索数字革命如何创造出生产效率更高、报酬更高的就业机会，造福于每个发展中经济体中的每个人。

第二章 数字技术驱动的贸易

宏观经济视角

通过专业分工和市场竞争，贸易在促进经济增长方面发挥了重要作用。因此，我们从贸易开始进行实证研究，以探寻数字技术对普惠性增长的影响。在过去的两个世纪中，国际贸易呈指数级增长，彻底改变了全球经济格局（奥尔蒂斯-奥斯皮纳、贝特基恩和罗泽，2018；见图2.1）。

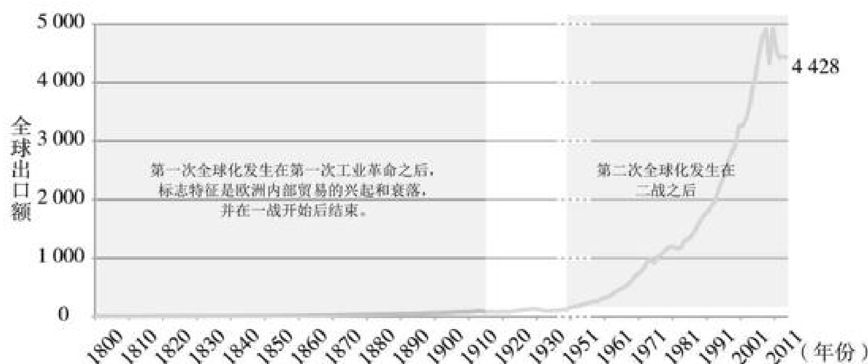


图2.1 1800—2014年全球出口额

注：以不变价格计算的全球出口额（1913年＝100）。

资料来源：乔瓦尼·费德里科和安东尼奥·特娜·荣古图，2017。

显然，正如全球经济的增长一样，全球贸易也越来越具有普惠性。在过去数十年间，低收入国家间的贸易变得同最富裕国家间的贸易一样重要（富昆和胡戈特，2016；见图2.2）。

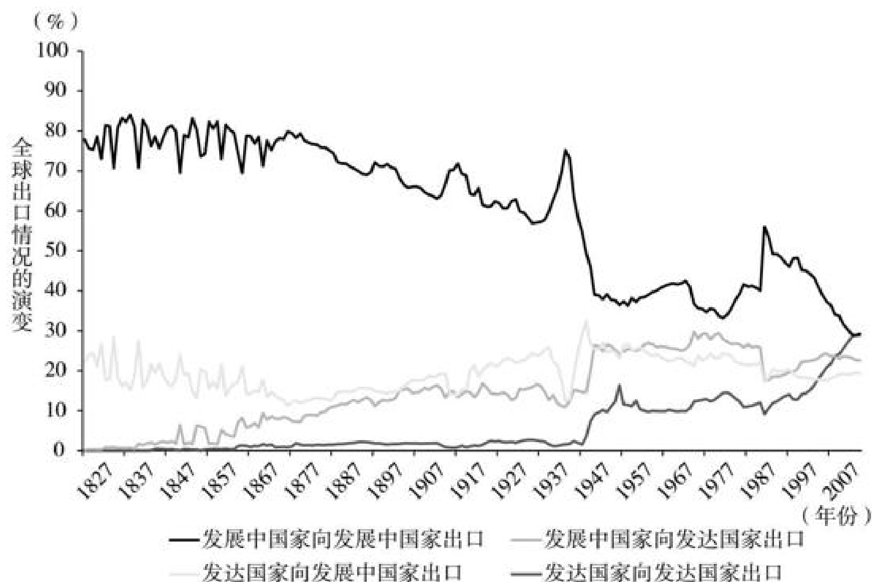
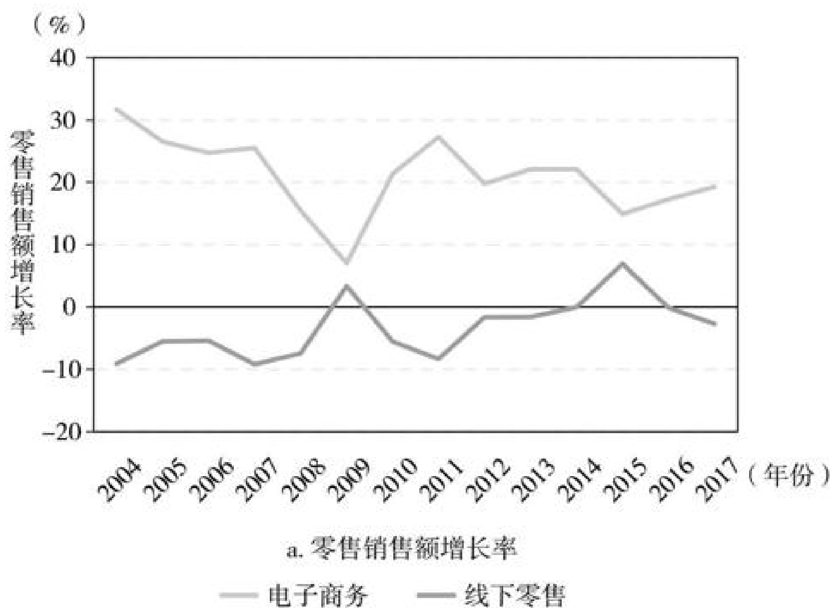


图2.2 1827—2014年发达国家和发展中国家全球出口情况的演变

资料来源：米歇尔·富昆和朱尔斯·胡戈特，2016年。

全球商务正在稳步向线上转移。2004—2017年，全球零售额的年增长率都不到10%，而线上零售额的年增长率则超过了20%。更重要的是，线上和线下零售额增长率的差距在2011年以后进一步拉大，全球线上零售额占全球零售总额的比例也相应地持续增长，从2004年的不足2%增长到2017年的10%（见图2.3）。



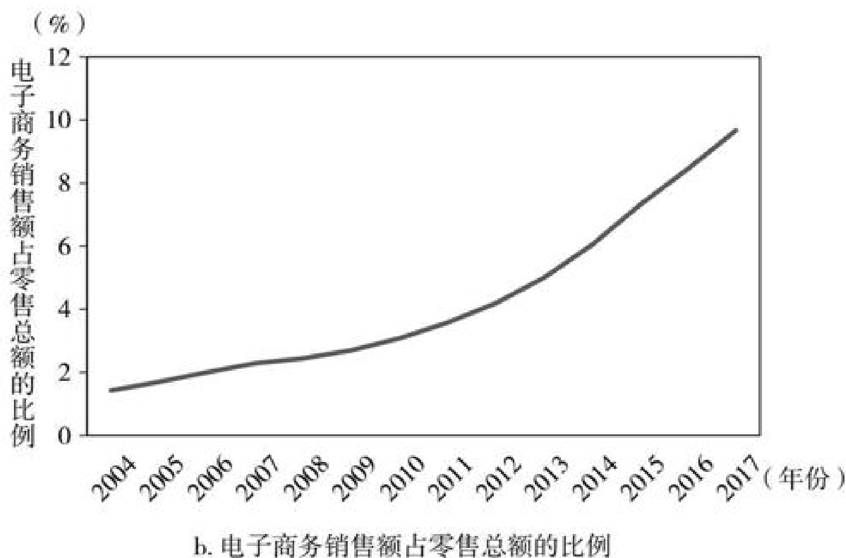
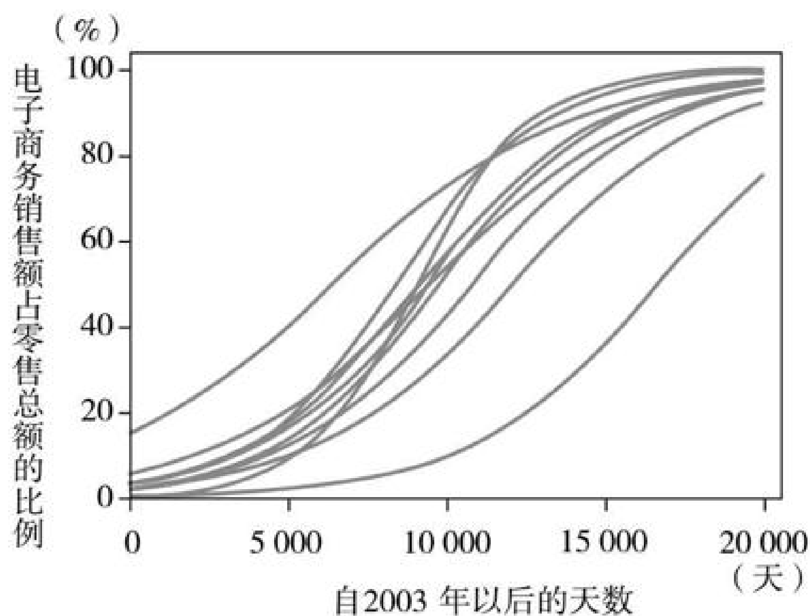


图2.3 2004—2017年线上和线下零售额的增长率及其市场份额

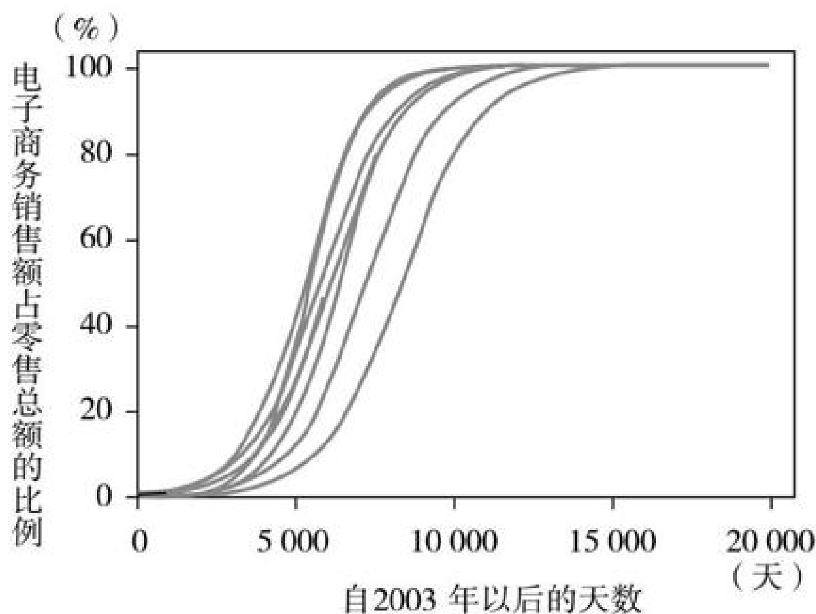
资料来源：欧睿国际，2018年；罗汉堂。

在不同的国家和行业中，电子商务的渗透速度并不一样。将2003年以来的实际数据拟合成逻辑曲线，我们就会发现，中国的电子商务正在

以比美国更快的速度向趋近饱和的方向发展（见图2.4）。



a. 美国



b. 中国

图2.4 美国和中国电子商务在不同产品种类中的渗透

注：我们的模拟基于霍塔苏和西弗森的假设，即电子商务销售额占零售总额的比例最终将达到饱和（100%）。每条曲线代表一个产品种类，总共有10个种类，包括服装和鞋类、美容和个人护理、家用电器、消费电子产品、保健消费品、家庭护理、个人饰品和护眼产品、宠物护理、传统玩具和游戏以及视频游戏硬件。

资料来源：欧睿国际，2018年；罗汉堂。

电子商务的发展与人均GDP之间没有明确的关系。图2.5展示了电子商务销售额占零售总额的比例与人均GDP之间的关系。当人均GDP很低时，几乎没有电子商务，这可能与缺乏信息和通信技术基础设施有关。然而，一旦经济发展水平跨过某个门槛，电子商务的发展与人均GDP之间的关系就变得复杂起来。例如，捷克的电子商务销售额占零售总额的比例甚至超过了美国和日本，而爱沙尼亚的这一比例也超过了日本、瑞士、新加坡和中国香港等。

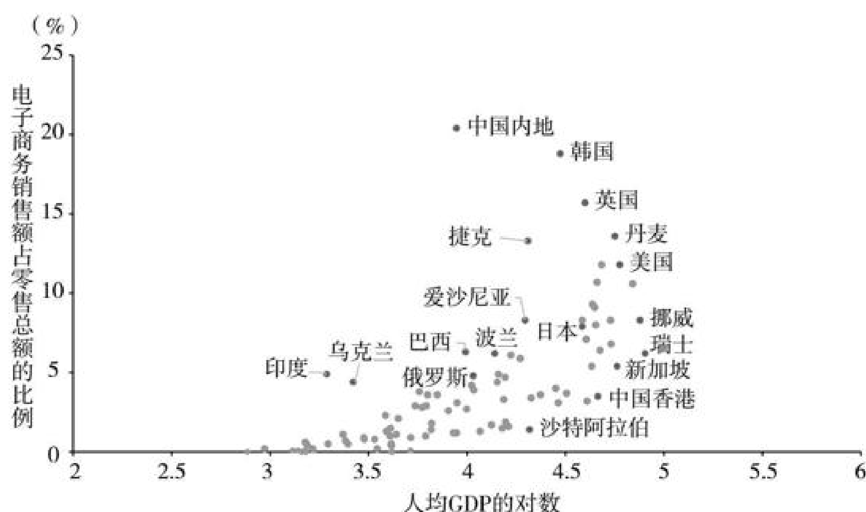


图2.5 2017年电子商务销售额占零售总额的比例与人均GDP的关系

资料来源：欧睿国际，2018年；世界银行；罗汉堂。

从图2.5中可以看出，中国似乎是特例，这不是偶然的。中国在移动互联网、电子商务和电子支付方面发展得很快。截至2018年年底，中国的移动互联网用户已经达到8.17亿，其中大多数人都有网上购物的经历，网上购物每日活跃用户多达数千万。阿里巴巴的淘宝是全球最大的

电子商务网站，有1000万家中小企业和初创企业入驻开店，销售各种各样的产品。2011年，中国和美国的移动支付总额分别为150亿美元和83亿美元。到了2017年，中国的移动支付总额猛增至22万亿美元，是美国移动支付总额的100多倍。

这些消费者、供应商以及其他相关的市场参与者共同构成了数字技术大规模渗透的宏观经济场景，催生了前所未有的市场和经济一体化水平。本章接下来将研究微观经济形势，详细介绍电子商务如何影响了14亿中国人的生活和命运。

电子商务的范围和影响

一、可及性

1.性别

在网上购物方面，中国的女性比男性更活跃。2017年，女性贡献了59%的在线零售GMV，完成了66%的订单数（见图2.6）。

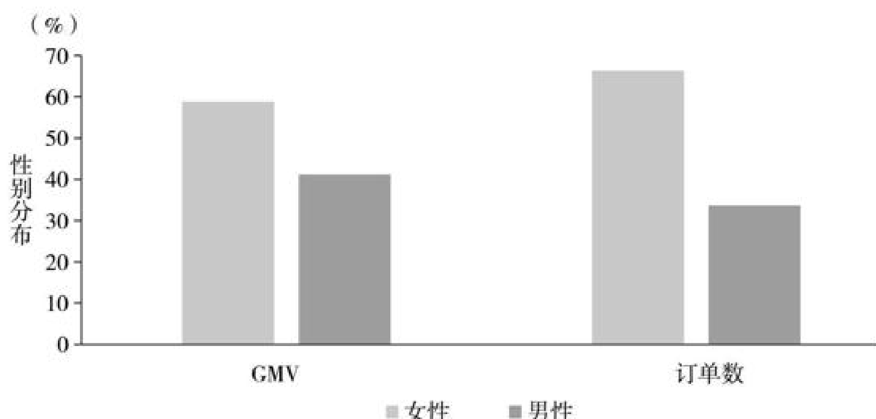


图2.6 2017年淘宝和天猫交易的性别分布

注：根据2017年淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。

资料来源：淘宝，天猫，罗汉堂。

中国女性群体能快速接纳数字技术，而且她们通常有自己的银行账户。这两个因素大幅提升了她们的数字技能。

女性在所有的电子商务平台上都很活跃（见图2.7）。在淘宝、天猫和拼多多上，女性的活跃度超过了男性。即使在主要销售电子数码产品的京东上，女性用户也占了42%。

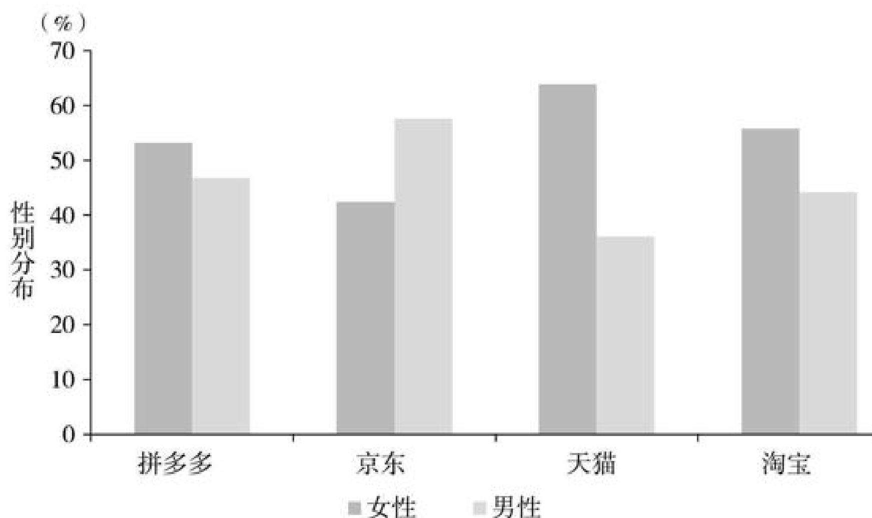


图2.7 2018年10月中国电子商务平台用户的性别分布

资料来源：极光，罗汉堂。

2.年龄

年轻人是网上购物最活跃的群体。2017年，24岁以下人群的网上购物订单数占总订单数的20%，25～34岁人群的网上购物订单数占总订单数的45%，35～44岁人群的网上购物订单数占总订单数的23%。34岁以下消费者的在线支出占在线支出总额的2/3，44岁以下人群的在线支出几乎占在线支出总额的90%（见图2.8）。

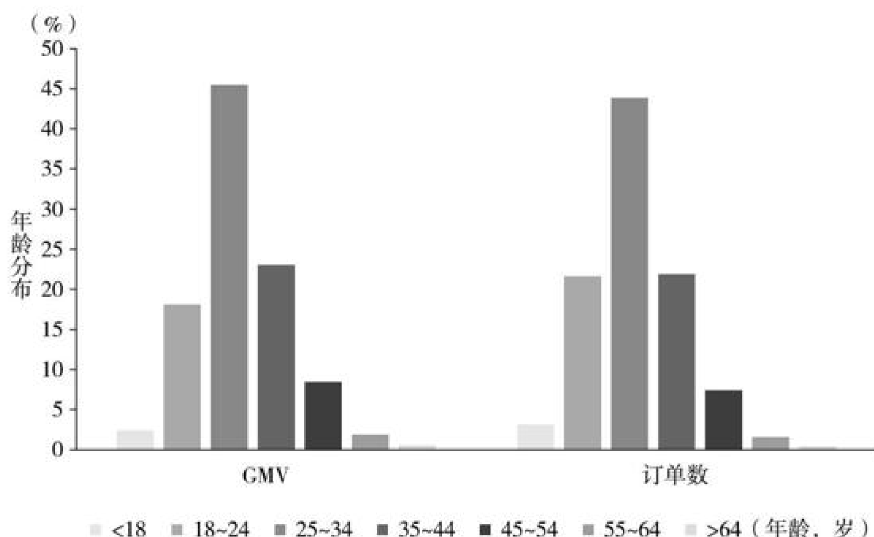


图2.8 2017年淘宝和天猫交易的年龄分布

注：根据2017年淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。

资料来源：淘宝，天猫，罗汉堂。

对于数字技术和自动化对年轻人就业前景的潜在负面影响，有些经济学家和政策制定者感到担忧。对那些拥有大量年轻劳动者的国家而言，这些担忧不无道理。但是，我们还没有发现自动化和失业之间存在明确的关联。此外，我们从线上消费中观察到的模式表明，年轻人能更快地采用数字技术，更好地利用快速发展的数字经济带来的各种社会、文化和经济机会。

3.残障人士

借助数字技术，残障人士可以更好地克服行动障碍和阅读障碍。中国有1300多万视障人士，其中88%的人必须借助屏幕阅读器才能阅读。但随着Voiceover、Talkback、Zhengdu和Yongde等软件的出现，越来越多的视碍人士可以通过语音指令上网。深圳市信息无障碍研究会已经开发了专门的技术解决方案，使残障人士可以参与电子商务。

2016年4月—2017年5月，共有246万残障人士在阿里巴巴的淘宝平台上购物，支出总额达到221亿元（约合33亿美元）。这些人大部分为36～50岁。与其他网上购物者相比，残障人士购买较多的产品是电动双

轮车、农业生产物资、药品和保健品，而在旅行服务和游行相关商品方面的支出较少。

4.地区

不同地区之间的收入差距仍然很大。过去25年里，随着中国经济的飞速发展，这种差距在持续扩大（坎伯尔和维纳布尔斯，2005）。中国内陆地区城乡居民的收入大约仅为沿海地区的2/3（樊静霆等，2018）。此外，城乡差距依然存在：目前，沿海地区的城市人均收入是乡镇人均收入的3倍，内陆地区是3.2倍。

收入差距扩大不是中国特有的问题。在经历过“大推动”经济腾飞的所有国家，都可以看到地区差距扩大的现象。然而，值得注意的是，欠发达地区的电子商务的支出比例并不比发达地区的支出比例低（见图0.4a）。此外，中国欠发达地区电子商务的发展速度比发达地区快得多。

的确，普惠性是所有电子商务平台的普遍特征。截至2018年10月，47%的淘宝用户、52%的拼多多用户来自三线城市，而中国最大的自营零售商平台京东也有40%的用户来自三线城市（见图2.9）。

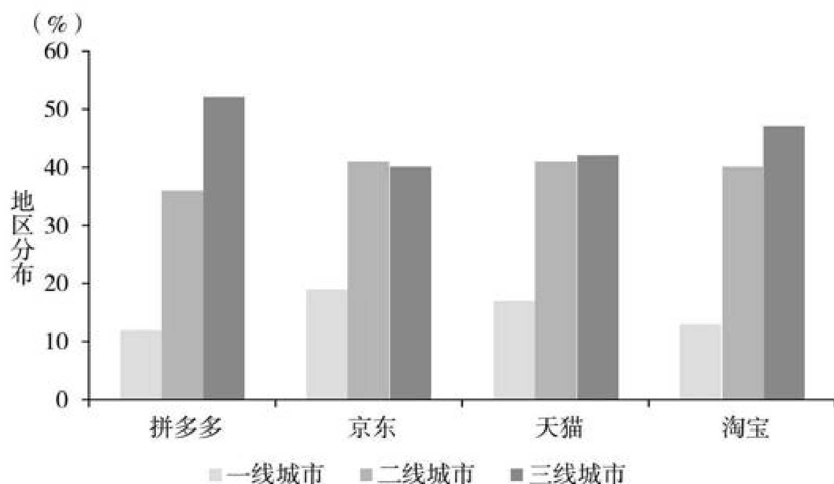


图2.9 2018年10月中国电子商务平台用户的地区分布

注：一线城市包括北京、上海、深圳和广州。二线城市主要包括省会城市和主要城市群的重点城市。三线城市的人口和经济规模往往较

小，主要由地级市组成。

资料来源：极光，罗汉堂。

5.网上购物的增长

在电子商务方面，欠发达地区正在追赶发达地区，这也是普惠性不断提升的另一个迹象。2011—2017年，欠发达地区网上购物的年均增长率已经比发达地区高出13个百分点（见图0.4c）。

总体而言，在中国几乎所有的人口群体中，电子商务都是提升普惠性的巨大动力，女性、低收入群体和残障人士受益尤其明显。此外，电子商务也缓解了地区间的不平等。如果说还有一个问题值得担忧，那就是老年人群体的问题。年轻人似乎受益较多，很可能是因为他们更懂技术。如何让老年人群体融入数字世界，使他们共享数字世界的红利，仍然是一项重大挑战。

二、多样性

数字技术不仅极大地扩展了消费者的选择范围，也显著降低了消费者在所有选择之间进行抉择的难度。突然之间，电子商务几乎奇迹般地将各种各样的廉价产品呈现在人们面前，欠发达地区的人们对此格外欣喜。麦肯锡全球研究院的一项调查表明，由中国规模最大和国际化程度最高的城市组成的一、二线城市（中国城市的等级划分情况见图2.9）的居民分别将可支配收入的18%和17%用于网上购物，而在规模小得多的三、四线城市，居民的在线支出分别占可支配收入的21%和27%。在多布斯等人（2013）的一项调查中，当被问及什么鼓励他们进行网上购物时，三线城市55%的受访者提到“获得更多种类的产品”是主要原因；而在一线城市中，做出这种回答的受访者仅占31%；在二线城市中，做出这种回答的受访者占44%。

图2.10表明，以城市人口衡量的市场规模与线上支出占可支配收入的比例之间存在轻微的负相关。尽管中国东部沿海城市较大、较富裕，居民的人均线上消费水平也较高，但在那些较小和较不发达的城市，居民的线上支出占可支配收入的比例反而更高。

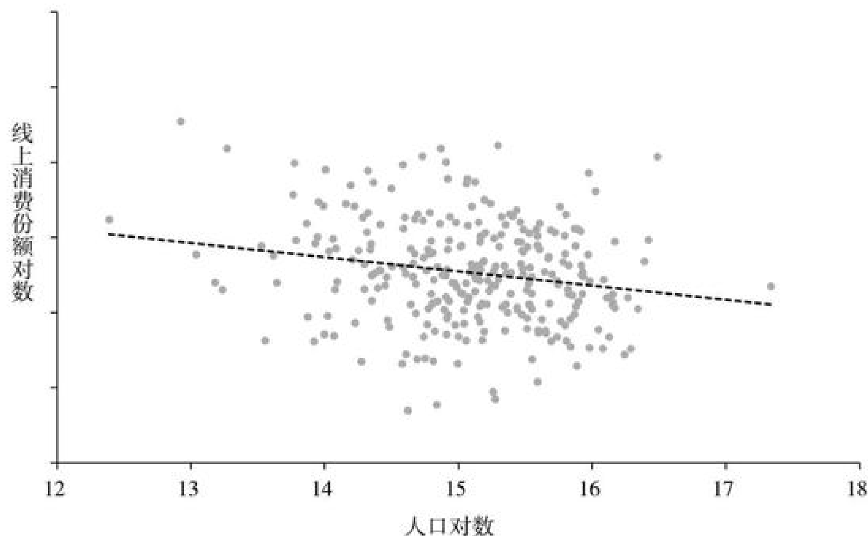


图2.10 2016年中国电子商务支出占比与城市人口的关系

注：电子商务支出占比是电子商务消费额占其收入之比。其中，电子商务消费额根据2016年淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，天猫；中国国家统计局；罗汉堂。

网上购物非常方便，具有极大的普惠性，弱势群体受益尤其明显。图0.4b显示了2018年上半年中国各个省份电子商务的产品多样性与该省人均GDP之间的关系。从图中可以看出，产品多样性与收入水平之间呈负相关，这表明欠发达地区的人们从产品多样性中获益更多，可以购买的产品的范围更广、种类更多。图2.11根据收入水平对中国260多个城市进行了分组，证实了上述结论。

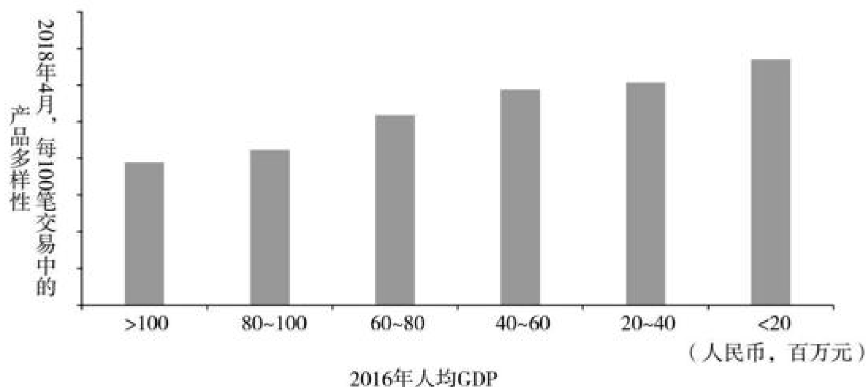


图2.11 线上购买产品的多样性与当地收入水平的关系

注：产品多样性的衡量方法见图0.4b。收入分组基于各地区的人均GDP；每个柱体是按收入分组后，落入该组别的产品多样性的平均值。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：中国城市统计年鉴，2016年；罗汉堂。

在交通基础设施较落后、零售选择较少的地区，产品多样性更加重要。图2.12按运输能力对中国城市进行了分组。除运输能力最强的一线城市外，线上产品多样性与运输量之间呈负相关。换句话说，除了运输能力最强的地区，运输能力较差的地区的消费者，在线购买的产品更丰富。

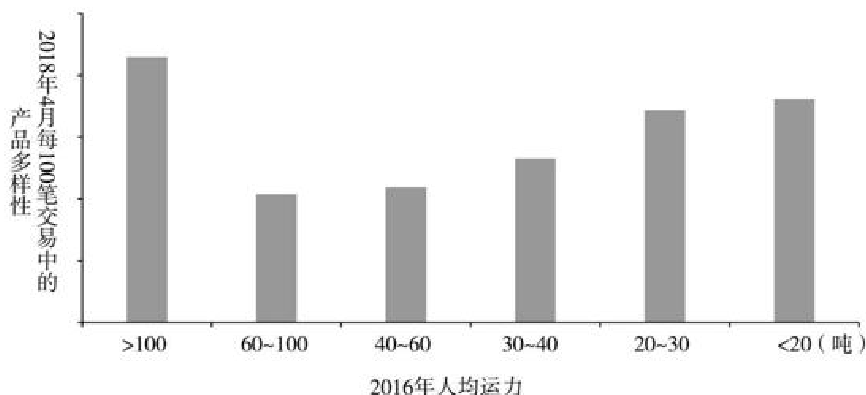


图2.12 线上产品的多样性与当地运输能力的关系

注：产品多样性的衡量方法见图0.4b。运输能力是指各地区人均货

运量（包括公路、水路、民航）的平均值。每个柱体是各个运力组别产品多样性的平均值。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，天猫；中国城市统计年鉴，2016年；罗汉堂。

总之，正如人们按照需求侧经济学所预期的那样，我们从上述数据中得出了以下结论：电子商务为中国欠发达地区的消费者带来了更大的边际收益。

从供给侧来看，近年来，网上可供选择的产品的多样性急剧提升。图2.13表明，2011年在淘宝上销售的产品有3300种，2016年增加至大约6700种，是2011年的两倍多。更重要的是，不同厂家竞相生产或升级同一类产品，大幅提升了产品多样性，产生了极大的范围经济效应。2016年，产品种类几乎增长了两倍，每个产品种类平均包含多达11.3款产品。

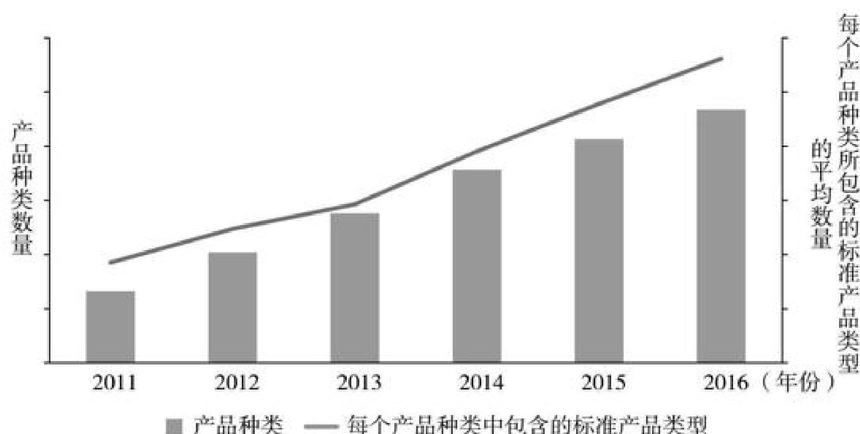


图2.13 2011—2016年产品多样性变化

注：根据2011—2016年淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，天猫，罗汉堂。

总体而言，电子商务及其配套技术给消费者提供了更多的选择，引发了更激烈的市场竞争，为中国越来越多的地区带来了实惠的零售服务。线上产品的价格至少和线下产品的价格一样低，并且线上产品的价格不会随着时间的推移而上涨，而线下产品则可能涨价。这一规律也适

用于美国。卡瓦洛（2017）发现，在大约72%的时间内，同一产品在线上和线下的价格是一致的，这表明市场竞争相当激烈。此外，卡瓦洛（2018）进一步考查了线上竞争及其所依赖的系统定价技术和互联网透明度如何影响了大型零售商的定价行为和总体通胀情况。在过去10年中，线上竞争不仅使价格变动更加频繁，也提高了美国所有地区产品定价的统一程度。通过集中调查同期线上和线下机票的销售数据，森古普塔和维金斯（2012）也发现，线上产品价格的离散程度明显更低。

三、距离

在经济学课本所描述的理想的无摩擦市场中，交易是连续的，交易量由供需均衡状态下的价格决定，基本上不需要考虑交易双方（参与者）寻找交易对手方所投入的时间和精力、执行合同的成本和建立长期关系（以维持持续交易）的困难。还有一点也被忽略了，那就是在不断变化的环境中，买卖双方需要构建和适应的时间、空间和层级网络体系。长期以来，人们普遍用一条“铁律”，即“引力模型”来定义“交易”——交易的数量和频率与交易双方之间的距离呈负相关，但与经济规模呈正相关。

上海是中国国际化化程度最高的城市之一。即使在上海最繁华、最受欢迎的商业区，也有超过80%的线下消费者居住在距离购物地点10千米的范围内（脉策数据，2015）。在本地进行交易似乎很自然，这不仅是因为时间成本，而且是因为交易的一个主要障碍是信息贫乏或不完全。如果相距较远的话，交易双方就无法互相了解，也无法获得关于产品和服务的种类、质量和价格的准确信息。

阿里巴巴在线购物平台的情形与线下购物形成了鲜明对比。除生鲜食品外，买卖双方的平均距离接近1000千米，比传统交易半径高出了两个数量级。由此可见，线上交易已经冲破了传统的引力模型的束缚（见图2.14）。

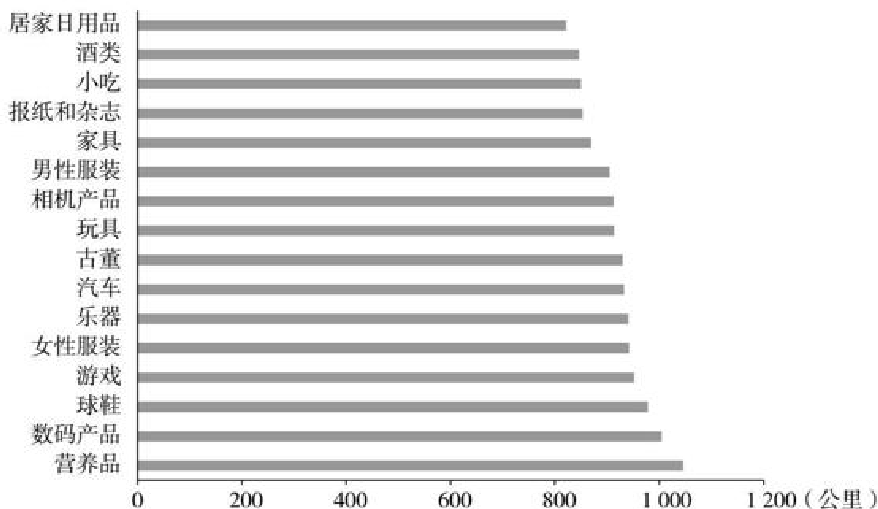


图2.14 2018年淘宝和天猫各类产品的交易距离

注：交易双方的地理位置取其所归属的省份的省会城市或直辖市。根据随机抽取的2018年某日淘宝和天猫交易样本计算。

资料来源：罗汉堂。

我们用引力模型对距离和交易之间的关系进行了更严谨的回归分析。结果表明，在线下交易中，交易双方的实际距离每增加1%，交易量就会减少1%以上。在跨地区（或者跨城市）线下交易中，距离每增加一倍，交易量就会减少120%。但在线上交易中，实际距离与交易量之间的相关性要低得多。也就是说，实际距离对线上交易的影响比对线下交易的影响要小得多。更具体地说，在线上交易中，两个地区之间的距离每增加一倍，交易量仅仅减少41%。对中国的欠发达地区来说，实际距离已经不再是影响线上交易的决定性因素，这与在美国易趣上购物的情况非常相似。

我们的研究结果与之前的研究基本一致。这些研究全都表明，实际距离对线上交易的影响远远小于对线下交易的影响。不过，我们在回归分析中使用的数据与行伟波和李善同（2009）使用的数据相差10多年之久，人们可能会担心线下交易的弹性（需求对价格波动的响应性）会随着时间的推移而变化。然而，黑德和迈耶（2013）的研究表明，交易量的距离弹性在不同国家和不同时段是高度一致的。此外，我们发现，实际距离对线下交易的影响超过了其对线上交易的影响，雷德等人

（2016）和霍塔苏等人（2009）的研究也得到了相同的结论。樊静霆等人（2018）报告称，由2013年淘宝平台的各省交易量计算出的引力系数为-0.470，略高于由2018年淘宝平台的实物产品交易量计算出的引力系数-0.409，这一差异背后的原因可能是近些年中国物流服务的持续改善（见图2.15）。

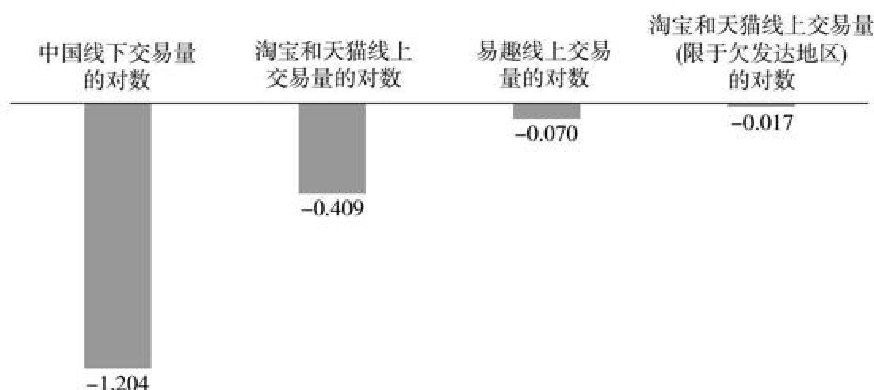


图2.15 引力模型的距离系数

注：中国线下交易量的距离系数取自行伟波和李善同（2009），他们使用2003—2005年增值税收据数据来测算线下交易量，阿里巴巴线上交易量的距离系数是基于2018年3个月所有交易的随机抽样样本计算的。线上交易的发货和收货地址之间的距离计算与行伟波和李善同一致。以上所有交易量数据都取对数。

资料来源：淘宝，天猫；霍塔苏等，2009年；行伟波和李善同，2009年；罗汉堂。

不过，实际距离对电子商务仍然是有影响的，因为产品需要通过物流运送到消费者手中。中国交通和物流基础设施的快速发展在电子商务发展的过程中起到了关键作用，不仅降低了送货的成本，还加快了交货的速度。自2014年以来，中国公路、水路和航空运输的货运量位居世界第一。

2017年，中国快递包裹量为401亿件，同比增长28%，大约占全球总量的40%。美国的快递货运量居世界第二，但其快递行业与中国的情况大相径庭。2017年，中国快递货运量大约是美国的4倍，而中国快递包裹的平均成本只有美国的1/5左右。中国的人口密度是美国的3倍，而

快递行业的工资成本不到美国的1/3，这正是中美两国快递成本不一样的原因之一。不过，更重要的因素还有中国对交通基础设施的投资，以及新入局的民营企业之间日益激烈的竞争。过去10年间，中国的平均货运成本下降了50%以上。

线上购物者还很看重送货的可靠性和速度。10年前，包裹的平均运送时间是数周，到2017年缩短至3.6天。在中国还出现了次日送达服务。2016年，这种服务仅覆盖全国1000个市县，而到2018年下半年，其覆盖范围已经扩大至1600个市县。在许多大城市，消费者甚至还能享受到当日送达服务。中国于2014年开始在电子商务包裹上粘贴电子标签。2018年，全国90%以上的电子商务包裹都已经采用了这项技术，这距离该项技术推出还不到5年。中国还对电子商务包裹采用了实时状态跟踪技术，使所有快递公司都能优化运输路线，使直接换装和配送的准确度分别提高了40%和10%。此外，2018年“双11”购物节期间，天猫国际平台还对来自国外的1.5亿个包裹采用了区块链技术，以消除买家对包裹来源地的疑虑。

四、普惠中小微型企业

1.改善营商环境

普惠性创业是实现普惠性增长的另一个重要渠道。经济合作与发展组织的一份政策报告（2018）特别指出，弱势群体创业有助于增加就业机会，进而减少社会排斥和金融排斥，甚至能够刺激经济增长（见图2.16）。

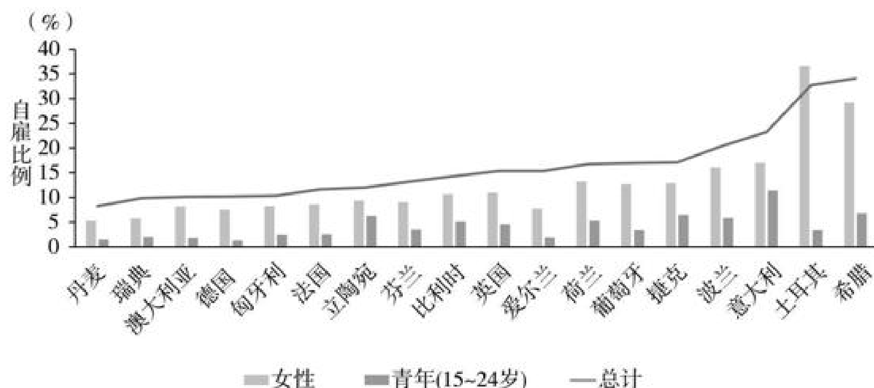


图2.16 2016—2017年欧洲各国自雇比例

资料来源：经济合作与发展组织；欧盟统计局劳动力调查，2017年；罗汉堂。

营造一个良好的营商环境非常重要，为此，世界银行开发出了一个指数来衡量各国的营商环境。该指数从多个维度来考查各国的营商环境，包括开办企业、办理施工许可证、获得电力、获得贷款以及纳税的难易程度（见图2.17）。

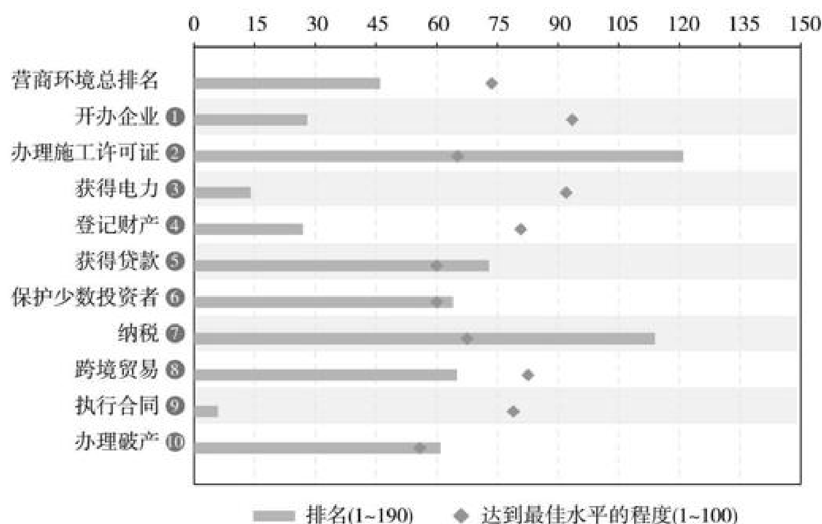


图2.17 中国营商环境排名

注：营商环境排名是基于图中10个指标的平均得分来计算的。中国的得分是北京和上海的人口加权平均值。到“最佳水平”的距离代表了达到最佳水平的程度。最佳水平是自2005年以来所有经济体在该指标下的最佳表现。到最佳水平的距离范围是0～100，其中0代表最低水平，100代表最佳水平。

资料来源：世界银行营商环境报告，2019年。

数字技术极大地改善了中国的营商环境。中国的整体营商环境在全球排名第46位，该排名很可能没有充分体现在中国开办小企业的难易程度。数字技术不仅改变了“开办企业”这一关键环节，还改变了中小企业的经营方式。

在“开办企业”这一指标上，中国不久前还排在全球第28位。这一指标的一项重要内容是开办一家企业需要多少道手续。最初，在中国开办企业需要七道手续，而现在，在电子市场平台上开办企业只需要一道手续。另一项重要内容是开办一家企业需要多长时间。最初，在中国开办一家企业平均需要8.6天，而现在，在电子市场平台上只需要1个小时。由于这两项得分发生了变化，中国的排名从原来的第28位跃升至目前的第2位。这种充满戏剧性的实例，凸显了数字技术支持的市场在改善营商环境方面的巨大威力。

2.创业支持

中国的电子商务平台为创业者和初创企业提供了大力支持，这种支持无关年龄、性别、收入、种族或者任何其他人口统计特征。在淘宝上有1000多万家中小微企业和初创企业，消费者和供应商更是不计其数。淘宝在2018年1月进行的一项调查表明，在淘宝平台上开办网店的创业者中，75%是全职创业者，而且95%的网店雇用的员工数量都不超过5人。调查还表明，90%的网店的创业资金都不超过1万元（约合1550美元）；41%的网店希望发展自己的品牌，42%的网店打算融合线上店铺与线下店铺；75%的网店是独立店铺，20%的网店同时在线下和线上经营；45%的网店在线下市场采购，30%的网店甚至还有自己的实体工厂（见图2.18）。

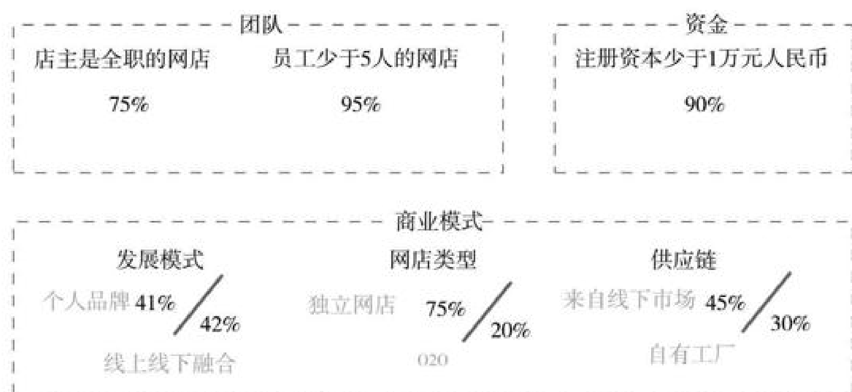


图2.18 2018年1月网店资本和劳动力需求调研

资料来源：淘宝，罗汉堂。

数字平台上的中小微企业与线下开办的传统中小企业有明显的不

同，前者对创业资金的要求较低。网店不需要占用实体空间，并且可以实行精益库存管理，因此，其开办成本非常低。创业者无论来自哪类人群，都可以轻松创业。

3.性别

在世界各地，女性在减少不平等方面扮演着极其重要的角色。就收入、教育和机会而言，女性历来处于不利地位。创业为女性提供了创造收入的有力手段，从而减少了性别不平等。2009年，日本可就业女性的就业率为60%，可就业男性的就业率为80%。按照亚洲开发银行和国际劳工组织（2011）的估算，如果这些女性的就业率也达到80%，日本会新增820万名劳动者，这不仅可以应对该国人口快速老龄化的问题，还可以将其GDP提升15%。

2011年，国际金融公司估计，总体而言，在新兴市场中，由女性持有全部或部分所有权的中小微企业占正规中小企业（800万~1000万家）的31%~38%。在线上创业这一领域，女性扮演的角色更重要。例如，在淘宝上，大约有一半的线上创业者是女性，这一比例在过去的10年中一直非常稳定（见图0.5b）。

淘宝的经验与国际金融公司的发现是一致的，即女性创业者在很大程度上倾向于创办规模较小的企业。在规模极小的企业中，有32%~39%是由女性创办的，在小型企业中，这一比例为30%~36%，在中型企业中，这一比例为17%~21%（国际金融公司，2011）。在电子商务刚起步时，人们曾经用“非正规”来描述线上零售行业。相对于男性创业者而言，女性创业者更有可能进入“非正规”行业，在服务行业和低附加值行业中经营规模较小的公司。此外，女性也更倾向于经营与居家生活相关的业务。电子商务具有较大的灵活性，可以使女性足不出户地创办企业和经营业务。

即使在数码产品等传统上以男性为主的行业中，女性创业者也越来越多。2018年，在淘宝平台上，女性创业者占了43%（见图2.19）。

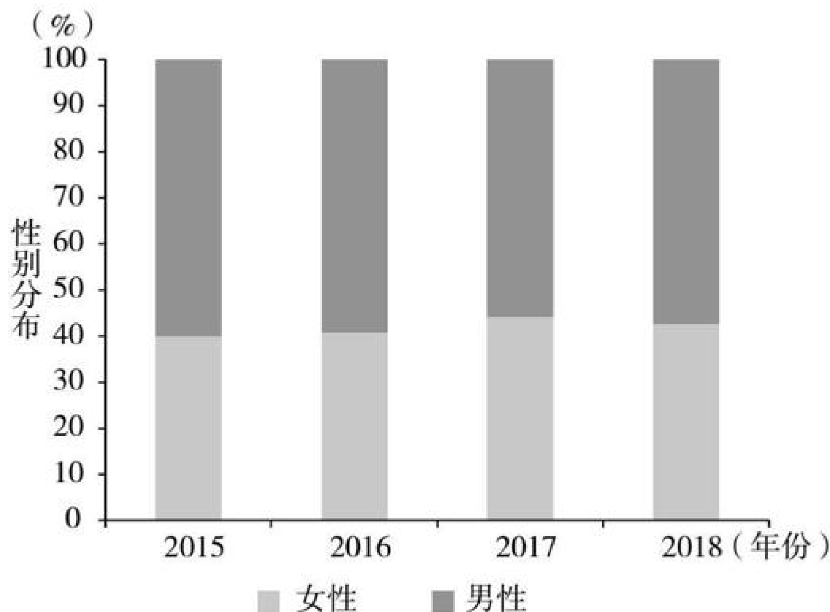


图2.19 2015—2018年淘宝数码行业新开店店主的性别分布

资料来源：淘宝，罗汉堂。

4.年龄

当然，积极参与电子商务并且较容易获得成功的大部分是年轻的创业者。他们善于使用数字技术，在追求回报的过程中更敢于冒险。他们只有在尝试之后才知道自己不能做什么。然而，45岁及以上的创业者的比例从2015年的9%增长到了2018年的45%（见图2.20）。

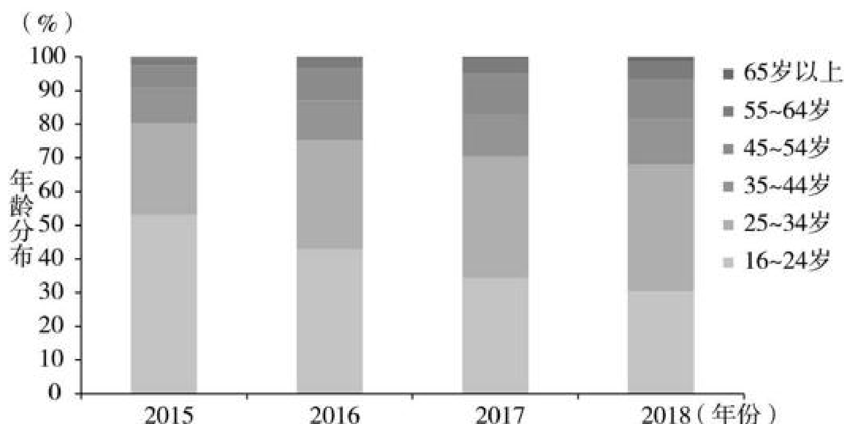


图2.20 2015—2018年淘宝新开店店主的年龄分布

资料来源：淘宝，罗汉堂。

5.残障人士

残障人士一直都很愿意从事电子商务。淘宝和其他电子商务平台也在有意识地吸引和帮助他们。2016年，残障人士在淘宝平台上经营的网店多达16万个，创造了高达124亿元人民币（约合20亿美元）的销售额。令人惊讶的是，残障人士创业者的平均年龄明显高于非残障人士创业者的平均年龄。50岁以上的残障人士卖家创造的销售额占残障人士卖家销售总额的1/3（见图2.21）。显然，电子商务为中老年残障人士创造了有利的营商环境。这可能反映出老年残障人士卖家销售的产品更有价值，而这些产品或许很难在线下售出。同样令人惊讶的是，高中及以下文化程度的残障人士卖家创造的销售额超过了所有残障人士卖家销售总额的90%。残障人士卖家售出最多的5类产品和服务分别是网络游戏装备、定制产品、手工艺品、自行车和本地服务。

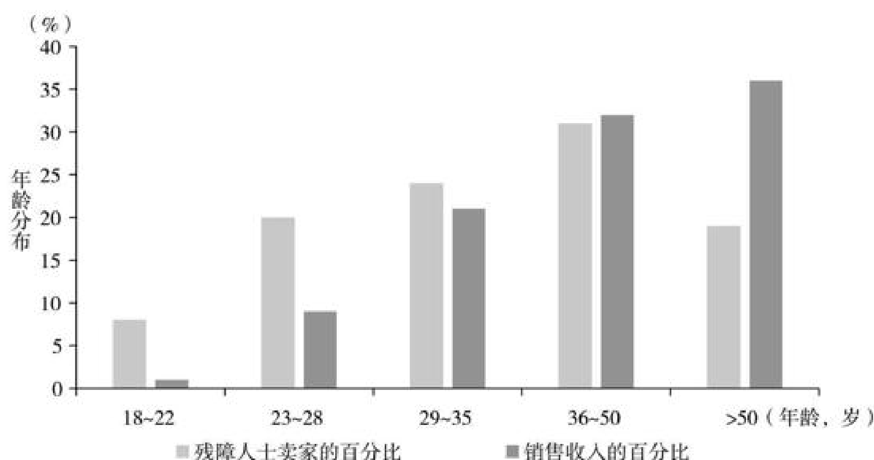


图2.21 2016年残障人士卖家的年龄分布

资料来源：淘宝，罗汉堂。

在淘宝残障人士卖家中，65%有肢体残疾，其中1/3是一级或二级残疾。在阿里巴巴“信息无障碍志愿者”项目的帮助下，大约有1.6万名盲人在2016年开办了自己的网店。

6.地区

复合年增长率和经济发展水平之间呈明显的负相关，电子商务也不例外。在欠发达地区，数字平台能够提高在线创业的增长率，从而促进更具普惠性的经济发展。在西藏和新疆等欠发达地区，线上创业的发展速度远远超过了上海和北京等发达地区（见图0.5a）。

案例1：“淘宝村”和中国农村地区电子商务的发展

一个有趣的案例是，中国农村地区自发形成了线下电子商务供应商集群，即所谓的“淘宝村”。“淘宝村”是在同一行政村内形成的农村线上零售商集群，通常满足以下几个条件：居民自发从事电子商务，主要是在淘宝上开展业务；年度电子商务总交易额至少达到1000万元；至少有10%的家庭积极从事电子商务，或者村民至少开办了100家活跃的网店。

“淘宝村”的数量增长极快，从2009年的3个增加到了2017年的2118个（见图2.22）。这2118个“淘宝村”总共经营着49万多家活跃的网店，散布于全国18个省市，直接提供了130多万个就业机会。在浙江、广东和江苏等沿海省份中，“淘宝村”最多。

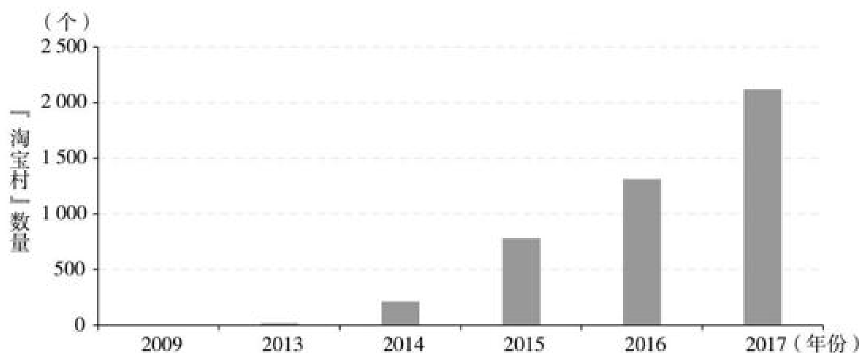


图2.22 2009—2017年中国“淘宝村”数量

资料来源：阿里巴巴，罗汉堂。

“淘宝村”可以发展成“淘宝镇”。“淘宝镇”是指至少包含三个“淘宝村”的城镇或地区。在某些农村地区，电子商务规模越来越大，形成了更大的“淘宝镇”集群。第一批“淘宝镇”在2014年出现，共有19个。到2017年，“淘宝镇”的数量已经增加至242个。

“淘宝村”和“淘宝镇”的快速发展证明了学习的力量。通过亲友联系，村民把电子商务知识传授给了自己的邻居和邻村村民。受到“先行者”成功经历的启发，邻居和邻村村民也加入了电子商务的浪潮，并往往

涉足“先行者”类似的行业领域。

政府的扶持政策也有利于很多地区电子商务的发展壮大，在基础设施较好、邻近市场的农村地区更有可能出现“淘宝村”。大多数大型“淘宝村”（2017年GMV至少达到2亿元）都靠近城市交通枢纽。这其中有一半以上的村民使用智能手机在互联网上从事各种商业活动（见图2.23）。

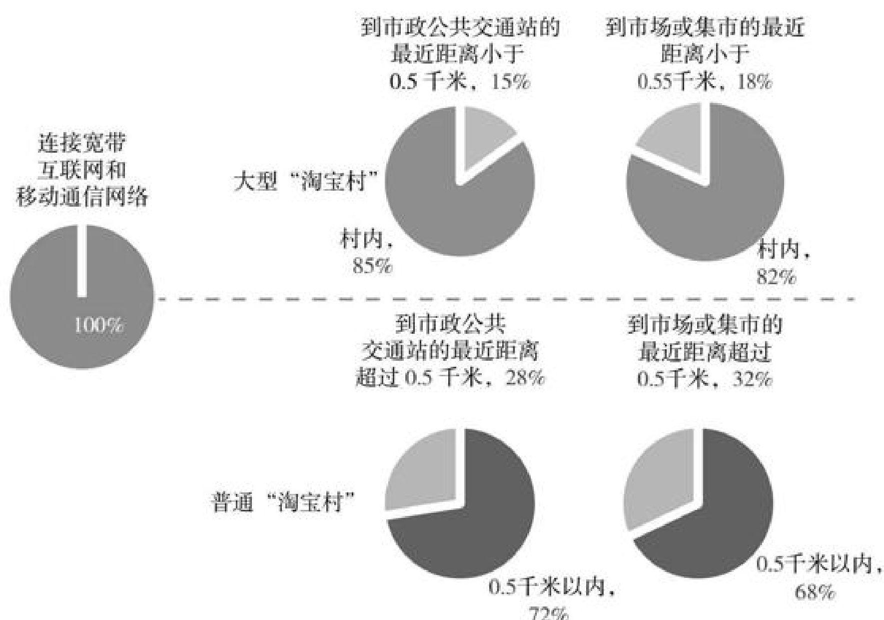


图2.23 2017年大型“淘宝村”到货运站的距离

资料来源：世界银行-阿里巴巴集团联合研究项目。

积极从事电子商务零售业的家庭可以被称作线上零售家庭，这些家庭往往比仅从事线下零售业的家庭更富裕。最近的一项调查表明，对于拥有农村户口的家庭来说，从事电子商务的家庭的平均收入远高于不从事电子商务的家庭（见图0.7）。无论文化程度如何，情况都是如此。特别值得注意的是，户主只受过中小学教育的线上零售家庭，其收入水平却接近那些户主有大学文凭而没有从事电子商务的家庭。

针对中国“淘宝村”的另一项调查表明，线上零售家庭的人均收入是非线上零售商家庭的两倍。由于这些家庭全都位于“淘宝村”内，我们可以更清楚地了解造成这种差异的原因究竟是文化程度的不同还是是否从

事电子商务。我们发现两条清晰的规律：一是在文化程度相同的情况下，线上零售家庭的收入明显高于非线上零售家庭；二是只有中小学文化程度的线上零售家庭的收入并不低，甚至超过了具有中学或大学文化程度的非线上零售家庭（见图2.24）。显然，电子商务似乎比文化程度更能推动家庭收入的增长。

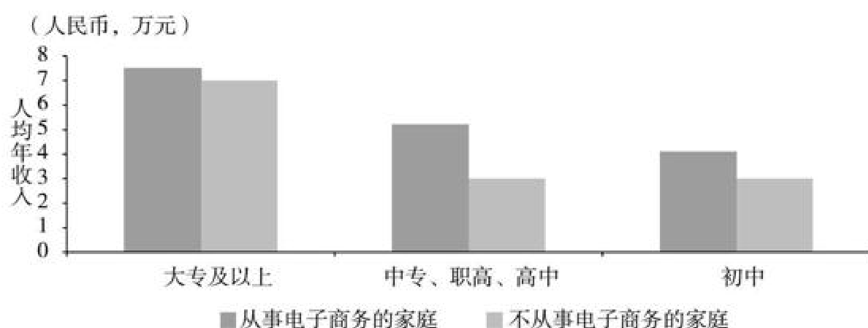


图2.24 2017年不同教育水平家庭的人均年收入

注：该调查于2017年由世界银行和阿里巴巴集团在中国农村联合开展，覆盖了1400个家庭和80个“淘宝村”。被调查的村庄是按村庄电子商务GMV分层抽样的随机样本。

资料来源：世界银行-阿里巴巴集团联合研究项目，罗汉堂。

贫困者可能更倾向于尝试新鲜事物并获得潜在的高回报，这是一种选择效应，或许是电子商务有助于快速缓解贫困的原因之一。非线上零售家庭中的贫困户比例高于线上零售家庭中的贫困户比例。在线上零售家庭中，只有5.15%被地方政府认定为贫困户。而在非线上零售家庭中，这一比例为12.34%。在目前未被认定为贫困户的线上零售家庭中，有超过11%的家庭表示曾被地方政府认定为贫困户。

在“淘宝村”，电子商务提供了大量新的就业机会。2017年，“淘宝村”的活跃网店数量超过了49万家。预计到2020年年底，“淘宝村”的数量将超过5500个，不仅将为农村地区再增加300多万个直接从事零售业的就业机会，还将增加大量的间接就业机会。

这些都是收入不错的就业机会。农村地区电子商务从业者的收入相对较高，即便与城市地区私营部门的就业者相比，他们的收入也不算低。非熟练电子商务从业者的平均工资为每月3800元，而非熟练非电子

商务从业者的平均工资仅为每月1948元。熟练电子商务从业者的平均工资为每月5429元，而电子商务技术人员的平均工资则为每月6132元，这两类人员的工资水平都超过了全国城市地区私营部门从业者每月3569元的平均工资水平。显然，电子商务已经成为一种重要的、普惠性的增加收入的渠道，能让更多人参与到中国的经济增长奇迹中来。

案例2：沙集镇——被互联网改变的乡村

沙集镇位于中国江苏省北部，是著名的家具制造业集群。这里总人口不到7万，但却拥有超过1.6万个网点。2017年，沙集镇的家具销售额达到90亿元（约合13.32亿美元），占全国家具总销售额的3.2%（见图2.25）。

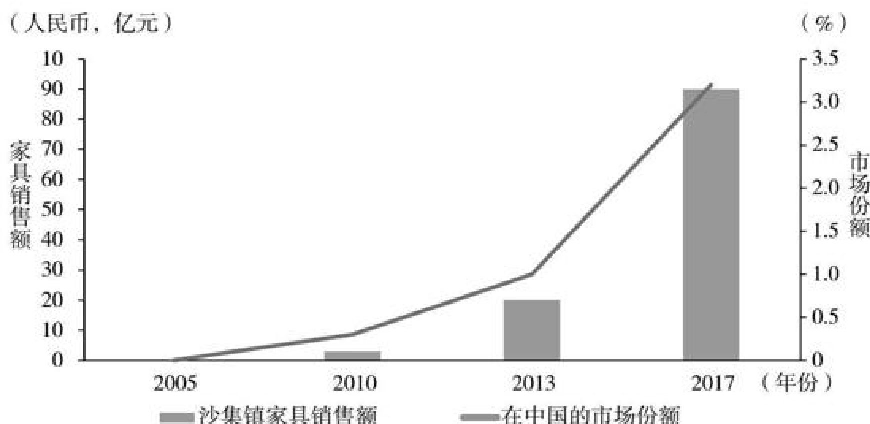


图2.25 2005—2017年沙集镇家具销售额及其市场份额

资料来源：中国国家统计局，罗汉堂。

与中国其他的制造业集群不同，沙集镇的家具行业主要是在电子商务的带动下发展起来的。中国的制造业集群主要集中在广东和浙江两省，都得益于当地的商业传统、地理优势以及外商直接投资。就在10年前，沙集镇还非常贫困和落后，当地居民依靠种田和回收废旧塑料维持生计，在家具生产和销售方面没有任何经验。

孙寒是沙集镇本地人，也是当地最早在淘宝上开办网店的创业者。读了两年大学之后，他决定退学并开始工作，在城里和沙集镇尝试过几份工作。2006年，他购买了自己人生中的第一台台式电脑，在淘宝上开起了网店。起初，他销售电子设备和小件家具，但收入微薄。2007年，受宜家家居设计和商业模式的启发，他雇用了几名木匠进行原创设计，并制作出来放到网上销售。因为款式时尚、价格便宜，这些产品很快就吸引了全国各地的消费者，第一个月的销售额就突破了10万元。

孙寒的成功经验很快就传开了。起初，他的成功只是引起了邻居的关注，不过邻居并不了解电子商务，也不愿意承担风险，毕竟他们不懂市场营销和生产方法。当孙寒成为百万富翁后，他的成功故事引起了更多人的关注。当地年轻人原来都进城寻找致富机会，现在却逐渐返乡，开始制作家具并经营自己的家具网店。越来越多的老年人也开始尝试，连那些从未学过汉语拼音的人也壮起胆子经营起了线上业务，他们借助手写识别软件来记载所有交易，很快就把线上生意做得风生水起。

产业集群带来了共赢。由于孙寒的工厂和网店无法满足全国市场的巨大需求，他很乐意与邻居分享自己的电子商务知识，帮助邻居开办和经营自己的企业。线上家具业务的快速增长带动了物流行业、零部件供应行业以及诸如摄影工作室和产品设计等新行业的发展。沙集镇在家具制造和线上零售业方面的专业化程度的不断提高，带来了生产和供应链成本的降低。这意味着每个人都能创造更大的销售额，从而获得更高的个人收入。

沙集镇的成功伴随着成长之痛。附近地区开始学习沙集镇的成功经验，这引发了激烈的竞争。起初，阻碍业务增长的因素是基础设施不足、经营管理落后和风险管理能力差，这些是当地普遍存在的问题。为了培育和保持竞争能力，工厂和网店开始纷纷注册自己的商标、加强设计能力、申请更多专利、推出定制服务。当地政府还投资兴建家具行业及其相关企业所需的关键基础设施，通过加强行业规划和管理，建立了一个充满生机与活力的市场。

中国最大的电子商务家具集群由此诞生。

本章小结

中国电子商务的持续成功表明，数字技术正在深刻地改变着中国经济。电子商务市场是人类历史上规模最大的综合市场，具有前所未有的特点：参与者（包括消费者和创业者）最多，特别是中小微企业和初创企业；选择的多样化程度最高；最大限度地连接了偏远地区和欠发达地区。电子商务已经培育出了新型市场，这种市场对创业资金的要求极低，企业可以为千里之外的客户提供服务，这是前所未有的。总体而言，中国零售总额的1/4来自电子商务。得益于数字技术的采用，电子商务已经成为大多数中国人日常生活的一部分。

数字技术的渗透对普惠经济具有重大意义。最活跃的数字技术使用者一般都比较年轻，性别分布均衡，来自中国最贫穷的地区。简而言之，数字技术的传播是一个惠及所有人的浪潮。

第三章 促进普惠金融和社会保护的数字生态系统

普惠金融历来是一项挑战

罗纳德·麦金农（1973）最早使用“金融抑制”一词来解释金融与经济发展的关系。他发现，银行系统对一个国家经济增长的重要性远远超出了很多经济学家的想象。在那之后，虽然围绕金融与经济发展之间因果关系的学术研究（阿雷斯特斯和德米崔德斯，1997；金和莱文，1993；德米崔德斯和侯赛因，1996）并没有得出确凿的结论，但显而易见的是，如果没有金融中介的支持，任何现代经济体都不可能正常运转（肖，1973）。拉扬和津加莱斯（1998）的一项颇有影响的跨国研究表明，畅通的融资渠道确实能显著提高某些行业的增长率。

各种实证研究的结论之所以不一致，很可能是因为不同金融体系的构造不同。高效的金融体系构造需要相应的组织结构具备诸多关键要素，如适当的激励、足够强的执行力和训练有素的人力资本。执行力不足会使金融体系的性能产生巨大变化，而提升执行力能显著提升金融体系的性能。

由于普惠金融在促进经济增长和改善福利方面具有潜力，金融普惠性已经成为世界各国的政策制定者优先考虑的因素。按照联合国的定义，金融普惠性是指能够以合理成本广泛获得各种金融服务，这些金融服务由运行良好且可持续的机构提供。普惠金融致力于拓展个人和中小微企业获得金融服务的机会。

在历史上，金融基本上仅服务于富人和权贵阶层（弗格森，2009）。这并非蓄意歧视穷人和其他弱势群体的结果，而是因为向穷人和其他弱势群体提供金融服务通常无利可图。例如，向穷人提供贷款，不仅难以监控，而且风险大、规模小，这导致贷款人的预期回报比较低。

全球有17亿人没有银行账户和其他类似的交易账户。在发展中国

家，该问题尤其突出，因为这些国家中小企业的比例比发达国家高。例如，东亚地区有6400万家中小企业，撒哈拉以南非洲有4400万家中小企业，拉丁美洲及加勒比地区有2800万家中小企业（戴莫古克·康特等人，2018）。在世界上所有被排斥金在融服务之外的人中，有24%生活在中国和印度（见图3.1）。

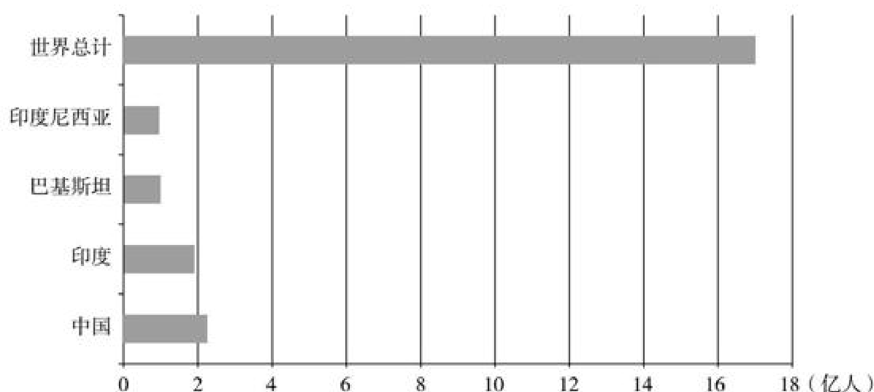


图3.1 2017年没有银行账户或类似账户的人口分布

资料来源：世界银行。

中小微企业通常将缺乏金融支持列在制约其增长的各种因素之首。小企业比大企业面临更大的增长制约，因为它们无法通过正规渠道获取外部资金，这限制了它们的潜在增长和发展（贝克和戴莫古克·康特，2006）。

融资缺口指的是，在市场利率下资金需求量与可投资资金供应量之间的差额。国际金融公司估计（2017a），微型企业的融资缺口为7144亿美元，而中小企业的融资缺口更是高达4.5万亿美元。另外，在微型企业和中小企业之间，融资分配也不均衡，96%的可投资资金分配给了中小企业，只有4%分配给了微型企业（见图3.2）。



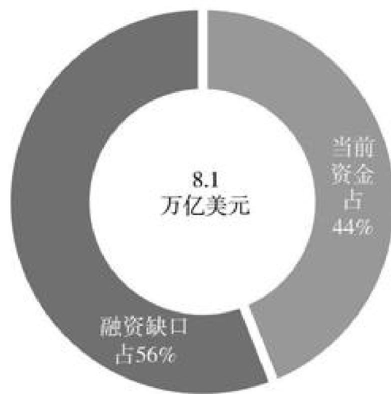


图3.2 2017年全球微型企业和中小企业的融资缺口

资料来源：国际金融公司，2017a。

据国际金融公司估计（2017a），中国的中小微企业的融资需求为4.4万亿美元，其中仅有2.5万亿美元的融资需求得到了满足，融资缺口为1.9万亿美元，相当于中国GDP的17%。

普惠金融为什么如此具有挑战性

传统银行业严重依赖抵押物，而中小微企业往往缺乏抵押物。2013年，中国的抵押贷款占上市银行放贷总额的80%以上，而中国大多数银行是上市银行。如果不算信用卡贷款，则上述比例还会更高。由于穷人很少有或根本没有机会获得抵押物，传统银行业不愿意解决他们的融资问题。2013—2017年，中国抵押贷款占贷款总额的比例基本没有变化（见图3.3）。

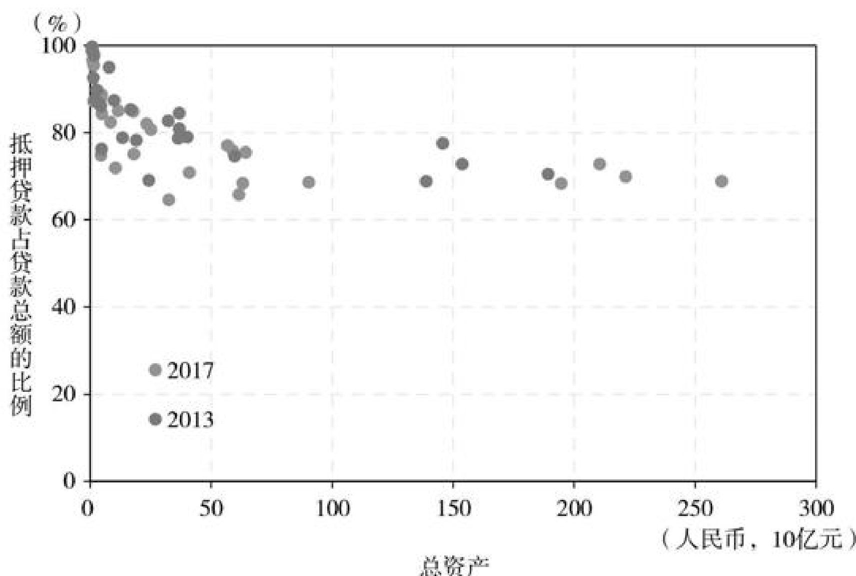


图3.3 2013年与2017年中国A股上市银行抵押贷款份额

注：数据来自中国28家上市银行。

资料来源：万得资讯，罗汉堂。

为缓解中小微企业普遍面临的融资困境，各方已经做过很多努力。1976年，穆罕默德·尤努斯开创了“小额贷款”的先河，在孟加拉国向一群纺织女工提供了第一笔金额仅为27美元的现金贷款。此后不久，他又创建了格莱珉银行。自此以后，小额贷款就一直处于一场旨在促进金融普惠性、造福最贫困人群的全球运动的最前沿。最贫困人群既没有可抵押物也没有银行账户，而小额贷款为他们提供了摆脱贫困的机会。进入21

世纪之后，联合国发起了许多类似项目，以帮助低收入者获得他们所急需的贷款。

作为帮助穷人摆脱贫困的一种方式，小额贷款理论上颇具吸引力，但是在实践中却很艰难。在孟加拉国，格莱珉银行的小额贷款已经惠及250万贫困人口，其中90%以上的受益者是女性（尤努斯和霍利斯，2003）。然而，小额贷款对金融和经济发展的影响相当有限（布尼雅等人，2016；塔罗齐等人，2015）。大多数实地研究都发现，小额贷款的接受率一直都很低。这种普惠的金融模式并没有如人们期待的那样形成促进投资、提高收入的良性循环。传统小额贷款既没有提升当地的创业热情和劳动参与程度（奥格斯堡等人，2015；塔罗齐等人，2015），也没有提高最贫困家庭的收入和消费水平（卡尔兰等人，2016；克黑朋等人，2015）。

问题的根源在于对信息的需求。如果借款人不能提供抵押物，银行就必须收集和分析潜在借款人的详细信息，如借款人获得成功的可能性、还贷意愿和还贷能力。在没有抵押物可以对冲风险的情况下，小额贷款的贷款人必须上门走访借款人的一些近亲属，从而与借款人建立互信。这项任务费时费力。

1974年孟加拉国大饥荒之后，有着帮助穷人的崇高愿望的格莱珉银行成立了。然而，小额贷款的业务模式并没有革新信息收集和处理的方式。尽管这种模式已经在全球100多个国家被复制和推广，采用门槛很低，但它并未能战胜与信息采集和处理有关的挑战，而这些挑战是有效提供金融服务过程中所固有的。同伴监控和建立信任都需要本地信息，这就意味着无法以合理的成本来扩展业务。

有效的普惠金融体系必须解决一系列市场摩擦问题。长期以来，这些市场摩擦阻碍了金融服务变得更具普惠性，它们主要源于信息不对称带来的各种成本。下文将详述这个问题。

一、信息不对称

对发展中国家的金融中介而言，识别贷款申请人的风险特征很困难，成本也很高。这种状况必然会限制贷款申请人获得投资资金的机会（扎菲和罗塞尔，1976；施蒂格利茨和维斯，1981）。在发达经济体

中，银行能够获得贷款申请人的信用评分（如美国的费埃哲评分），只需要极低的成本就能了解贷款申请人的风险特征。信用评分制度不仅能提高贷款的可获得性，还能降低抵押贷款、汽车贷款（安纳夫等人，2013）、信用卡贷款（格罗兹基，2012）和小企业贷款（弗雷姆等人，2001；彼得森和拉扬，2002）的成本。虽然信用评分机构确实能够提高贷款的可获得性并扩大贷款规模，但遗憾的是，发展中国家的大部分地区都还没有信用评分机构。德詹夫里等人（2010）发现，危地马拉共和国的一家小额贷款银行为其所有的营业网点引入一个征信机构后，其筛选能力得到了提高，贷款规模扩大了27%，还贷率提高了，违约率也降低了。

从需求侧来看，欠发达地区的借款人往往缺乏金融知识，很难理解现有的各种金融产品，因此，他们很可能做出错误的决定，甚至在资金需求非常迫切之时仍回避融资（希内等人，2012）。

二、监控成本

无论情况如何，金融机构存续的基本条件之一是能够以合理的成本对借款人进行监控并利用规模经济效应获益（戴蒙德，1984）。无论是小额贷款，还是商业银行通过实体网点向中小企业提供贷款，较高的监控成本都会阻碍债权人扩大其贷款规模。

对于不能提供抵押物的小额借款人来说，银行对借款人的监控成本特别高，而且银行的边际成本不会随着贷款规模的扩大而降低。格莱珉银行曾经试图用同伴监控的方法来降低监督成本并扩大针对穷人的贷款规模，具体做法是，让社区中比较有经验的借款人参与进来，帮助同社区中经验不足的潜在借款人同行与潜在贷款人建立信任，贷款人相信其同行有能力进行审慎的投资（施蒂格利茨，1990；瓦里安，1990）。然而，这种联保贷款方式需要更严格、更积极的监控，如常常到借款人家中实地查访。这在一定程度上解释了基于同伴监控的贷款为什么往往无法达到可行的规模。

三、其他交易成本

高交易成本既影响贷款人为穷人提供服务的意愿，也影响借款人使用金融服务的意愿。在欠发达地区，传统银行网点往往很少。正规的银行账户通常伴随着较高的交易成本，这是由不同因素造成的，比如，较难获得身份证明文件、等待时间长、服务质量差、取款费用高以及强制性最低余额较高。降低这些交易成本可以显著提高贷款效率，从而大大提高为新兴市场提供急需资金的可行性（杰克和苏里，2014）。

四、没有界定明晰的财产权

如果借款人能够提供抵押物，就不用提供过多信息。然而，由于产权界定不明晰，穷人往往无法向银行提供抵押物。秘鲁经济学家赫尔曼·德索托一直极力倡导更好地记录关于财产的信息从而明确产权，使穷人能够使用抵押物。在秘鲁，100多万名公民已经获得了他们对自己财产的所有权，这在很大程度上得益于德索托的倡导。然而，即使进行了这些改革，秘鲁最贫困人群仍然没有足够的财产可供抵押，因而仍然不能获得充分的金融服务。

可持续融资模式

随着数字技术的出现，一种易于扩展且稳健的新型小额贷款模式应运而生。数字金融是建立在个人数字身份证和相关信息的基础上的。我们在第二章已经探讨过，数字平台能够以极低的可变成本处理并产生大量数字信息。起初，这些信息主要被用于促进电子商务、汇款交易以及社交互动。后来，数字平台扩展至各种各样的产品、服务和支持性生态系统。

我们不妨看一看中国数字支付和数字金融服务的发展情况，尤其是阿里巴巴数字金融服务的演变。其他国家，如肯尼亚，走上了与中国不同的道路，也促进了可满足类似金融需求的相关数字体系的发展。

如今，中国移动支付的规模和数量都处于世界前列。虽然各家银行仍然处理着95%的支付业务，但非银行移动支付业务一直在快速增长。2011年，中国和美国的移动支付总额分别是150亿美元和83亿美元。到2017年，中国的移动支付总额已经超过了22万亿美元，是美国的100多倍（佛瑞斯特研究公司，2017；艾瑞咨询，2017；知颜咨询集团，2018）。2018年第二季度，中国的移动支付市场交易量同比增长了73%，交易额同比增长了60%（新华网，2018）。

支付宝诞生于2004年，最初是为了解决线上购物过程中的信任问题。其独创的第三方托管系统极大地促进了数字支付的发展，现在已经成为阿里巴巴的电子交易市场——淘宝的技术基础设施的一部分。依托腾讯公司极受欢迎的社交网络微信，微信支付也迅速成长起来。新进入者的不断涌入和激烈竞争是中国迅速普及移动互联网服务的重要驱动力。

移动支付为一系列服务的扩展奠定了基础，包括餐饮、旅游和医疗等线下服务。移动支付系统是一个具有双向反馈机制的双边平台（梯若尔，2014），这意味着使用这项服务的客户越多，接受移动支付的企业就越多，反之亦然。短短数年间，中国已经从主要使用现金进行交易的国家变成很少使用现金的国家。

移动支付在中国成功的关键是，有效利用数字技术和信息技术突破

了前文所说的各种制约，包括信息不对称、监控成本和交易成本等。秘诀在于，以极低的成本充分利用巨大的信息生成优势（由已经数字化的实体经济所产生的海量实时数据提供），同时运用日益强大和高效的人工智能算法。

显然，移动支付比传统银行卡更有优势。使用银行卡有一个主要问题，即很难核实谁在刷卡。当用智能手机进行支付时，物联网和生物识别技术可以快速且可靠地进行身份识别。物联网极大地丰富了人们联系、互动和交换数据的方式。拿智能手机扫一扫，就可以看到谁在使用当前账户、使用者是不是账户的合法所有者、账户上有没有足够的资金用于支付、交易是不是在受到胁迫的情况下进行的等详细信息。

贷款人能够获取丰富且实时的背景信息，从而当场进行风险评估，以极低的成本最大限度地避免欺诈行为。美国的支付服务提供商的欺诈损失率通常是0.3%~1%，甚至更高。这意味着，每转账1000美元，就有至少3美元的损失。如果将信用卡和借记卡都考虑在内，则中国境内传统银行卡的欺诈损失率大约为0.02%。相比之下，中国的移动支付服务提供商面临的欺诈损失率要低得多，如支付宝的欺诈损失率低于0.00005%

随着电子平台和移动电子支付系统的出现，中国与其他很多国家和地区已经发展出一种新的小额贷款模式，既便宜又安全，不需要抵押物。过去，金融机构根据很有限的信息来从事信贷中介业务，借款人需要提供抵押物，因此贷款人不需要收集太多信息即可确保借款人会还款，信息成本很低。中介机构自身的抵押物通常是其声誉，这十分有利于向消息不灵通的投资者筹集资金。

数字平台收集到的信息正在消除小额借款人提供抵押物的必要性。昂贵的“中介模式”和低廉的“平台模式”还有一个显著区别：在前一种模式中，借款人在申请贷款时需要提供相关信息，以证实自己所借资金将被用于营利性活动，供贷款人评估自己的信用（见图3.4和图3.5）。



图3.4 排他性中介模式

资料来源：霍姆斯特罗姆，2018年；罗汉堂。



图3.5 普惠性数字平台模式

资料来源：霍姆斯特罗姆，2018年；罗汉堂。

在数字平台模式中，可以根据来自平台的信息进行额度授信。事实上，贷款人对借款人信用状况的了解比借款人本人都更清楚、更全面。在这方面，平台模式更像西方的信用卡系统。但因为数字平台基于数字身份识别，并且整合了海量的数据，所以其成本远低于信用卡系统，也不容易出现欺诈。

另外，当参与者、产品和服务都具有数字身份时，与信贷相关的信息就会与数字生态系统所提供的其他金融和相关服务（如保险、医疗、租赁、旅游等）形成显著的协同效应。随着参与者之间的互动日益密切，各种金融服务会深深地嵌入实体经济中。

数字金融普惠性的证据

将金融科技（促进了金融服务供应的数字技术）和数字平台结合起来使用，可以赋予金融中介巨大的潜力，使其金融服务朝着普惠的、可负担的、可持续的方向快速发展。下面，我们提供了一些实证证据来证明这一说法。在这些证据中，我们关注的重点是女性、年轻人和欠发达地区的人，因为他们之前一直没有获得充分的金融服务。

一、个人用户模式

参与者都使用移动支付进行线上交易，因此，移动支付用户和线上市场用户具有类似的人口统计特征。

1.性别

2017年，支付宝用户中女性占48%。这表明，在线下活动中，男性比女性更频繁地使用移动支付（见图3.6）。

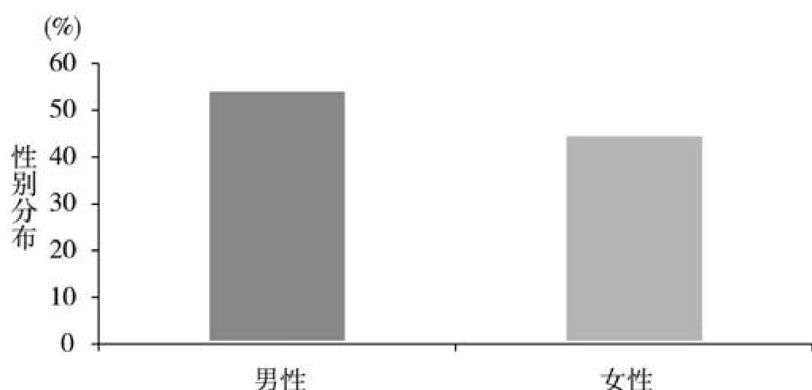


图3.6 2017年移动支付用户的性别分布

注：性别分布是根据2017年支付宝用户的随机样本计算的。

资料来源：支付宝，罗汉堂。

2.年龄

在使用数字支付的人群中，年轻人占绝大多数。他们参加工作不久，经济条件比较拮据，因此能够提供的抵押物较少，无法充分获得传统支付渠道的服务。与此同时，如第二章所说，他们在所有年龄段人群中最倾向于使用移动支付（见图3.7）。

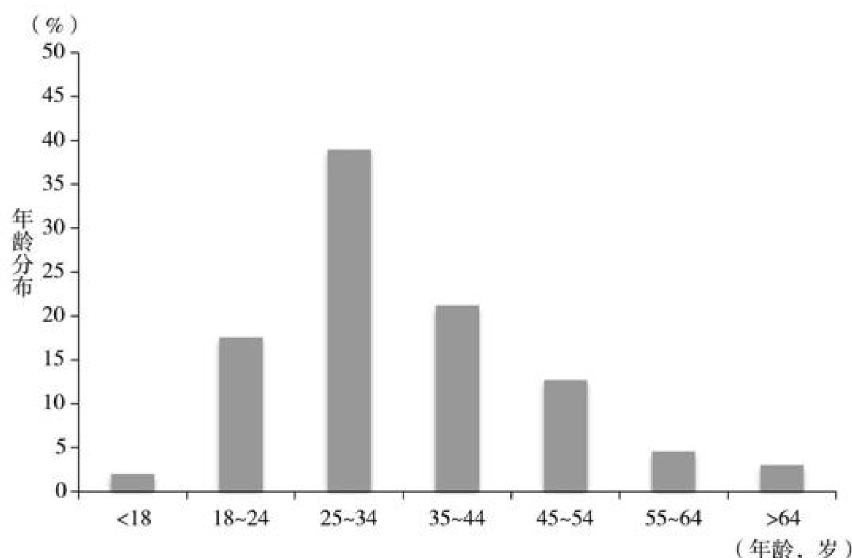


图3.7 2017年移动支付用户的年龄分布

注：该分布根据2017年支付宝所有用户的随机样本计算。

资料来源：支付宝，罗汉堂。

3.地区

在欠发达地区，移动支付发展更快，其普惠性得到了相应提升。从图3.8中可以看出，经济发展水平（用人均GDP衡量）与移动支付增长率之间呈明显的负相关，即欠发达地区的移动支付的增长率高于发达地区，这表明欠发达地区的人们没有充分享受传统支付渠道提供的服务，而移动数字技术大大增加了他们获得金融服务的机会。

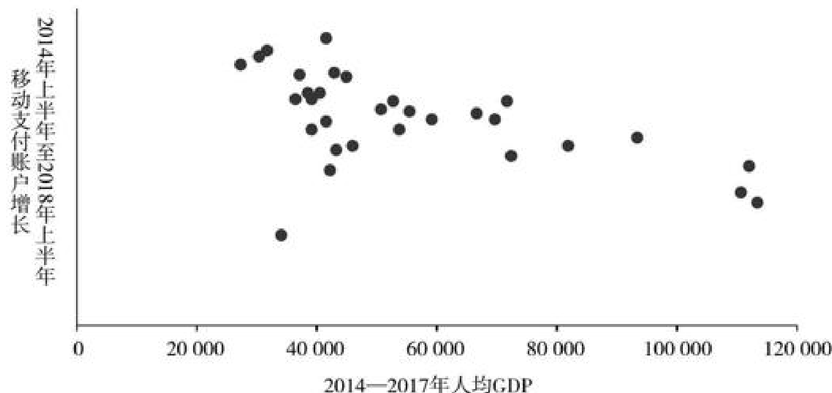


图3.8 中国移动支付用户增长和当地人均GDP的关系

注：每个点代表中国的一个省或直辖市。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。该图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：中国国家统计局，罗汉堂。

4.可负担

中国的移动支付的手续费已经很低了。美国商家使用信用卡的平均手续费大约为3%，而在中国仅为0.6%。在美国，个人账户之间的国内转账手续费大约为1%。在中国，这些转账基本上是免费的；只要转账金额不超过5万元人民币（约合7500美元），通过移动支付进行跨行转账也是免费的（见表3.1）。

表3.1 2018年中国转账成本比较

银行间转账金额（人民币：元）	银行支付服务		数字支付	
	柜台转账手续费	自动取款机	网上银行	移动银行
<2 000	2 元 / 每笔交易	1.6 ~ 2.4 元 / 每笔交易	免费	免费
2 000 ~5 000	5 元 / 每笔交易	4 ~ 6 元 / 每笔交易	免费	免费
5 000 ~ 10 000	10 元 / 每笔交易	8 ~ 12 元 / 每笔交易	5 ~ 10 元 / 每笔交易	免费
10 000 ~ 50 000	15 元 / 每笔交易	12 ~ 18 元 / 每笔交易	7.5 ~ 15 元 / 每笔交易	免费
>50 000	0.03%（不超过 50 元）	不支持	0.015% ~ 0.24%	免费或者 0.24%

注：转账费用基于5家银行（中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行和交通银行）在网站上发布的标准报价。

资料来源：利率信息网络，罗汉堂。

二、中小企业模式

电子商务的繁荣发展已经让几百万家初创企业获得了不需要抵押物的金融服务。在过去三年中，蚂蚁金服和很多金融机构开展了合作，通过其“310”信贷系统向800多万家中小企业提供了小额贷款。

1.普惠金融服务

我们只要对不同发展水平的地区进行比较，就可以找到更多证据来证明数字金融的普惠性。首先，欠发达地区的中小企业的贷款增长更快。其次，数字技术驱动的小额贷款增长率与传统金融机构的数量之间存在强烈的负相关。如图3.9所示，人均金融机构数量越少的地区，小额贷款的增长率越高。数字技术更明显地增加了欠发达地区的人获得贷款

的机会。

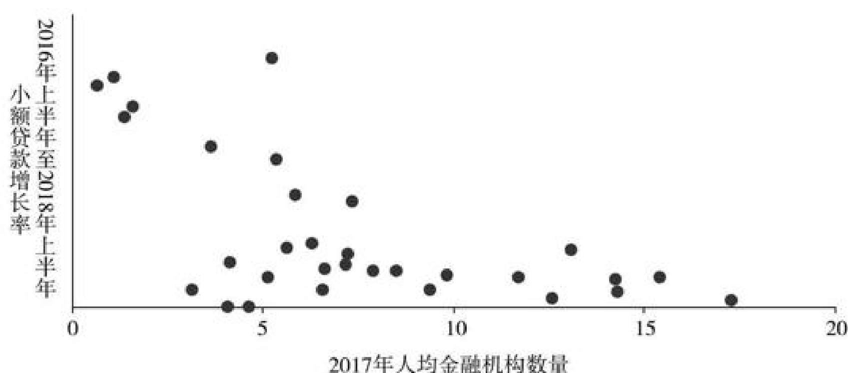


图3.9 中国小额贷款增长率和当地人均GDP的关系

注：每个点代表中国的一个省或直辖市。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。该图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：中国国家统计局，罗汉堂。

数字金融服务包括支付、贷款、理财和保险，在中国各地发展迅速。2011年，中国最发达地区与其他地区之间还存在着巨大差距（见图0.6）。到了2014年，许多欠发达地区已经赶上来了。截至2017年（有数据可查的最近年份），领先地区和其他地区之间的差距继续缩小，这表明普惠性在不断提升。

图3.5所描述的数字平台模式具有很强的普惠性、可持续性和可扩展性，这些都得益于更低的成本和更高的收益。传统银行小额贷款的平均规模大约为100万元人民币，而浙江网商银行小额贷款的平均规模约为2.6万元人民币。尽管与中小企业打交道的风险比与规模更大、更成熟的企业打交道的风险大，但浙江网商银行的不良贷款率在中国所有银行中是最低的。

这里呈现的模式是很清楚的——数字信息有助于有效评估经营风险，这使得向中小企业提供贷款变得更有利可图、更可持续。这些中小微企业中的很多企业以前根本无法从传统银行获得贷款。平台模式扩大了信贷服务的范围，将其延伸到偏远地区的小企业，以及得不到充分服务的中小微企业。这预示着银行业未来的一个重要方向，既传统银行业

将越来越专注于服务大企业，同时很有可能与金融科技公司进行合作，利用数字技术进行风险评估。金融机构之间的合作将以可扩展和可持续的方式提升偏远地区和其他金融服务不足地区的金融普惠性。

2.信贷的影响

融资能力对小企业的销售额增长具有重大意义。豪斯曼等人（2018）在融资判断标准中使用自然断点得出了这样的结论：在获得贷款仅1个月后，销售额的平均增长率大幅上升约9.5个百分点，甚至在获得贷款半年后仍然保持了这一水平（见图3.10）。

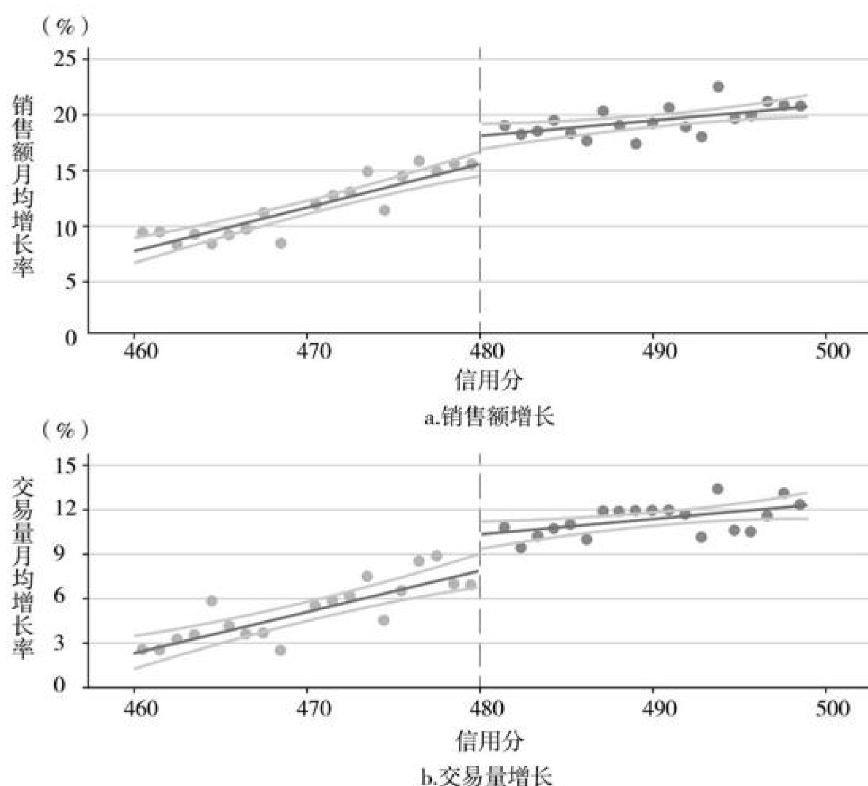


图3.10 信贷机会对销售额的影响

注：数据样本期为2014年9月—2016年7月。

资料来源：豪斯曼等，2018年。

在一项相关研究中，陈涛等人（2018）发现，获得贷款还能降低企业销售的波动性，而且这种影响具有很强的逆周期性。更重要的是，波

动性的降低主要集中在竞争更激烈的行业，以及经济增长更慢、法律环境更脆弱和合同执行力较弱的地区见（图3.11）。

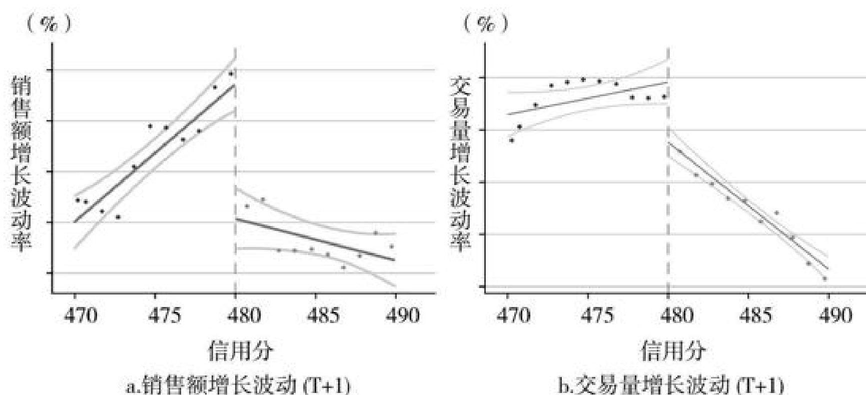


图3.11 信贷机会对销售波动性的影响

注：样本期为2014年11月—2015年6月。“T＋1”是指信贷获批后的一个月。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：陈涛等，2018年。

数字信贷也已经成为个体、家庭电商融资的主要来源。“淘宝村”的经验表明，缺乏资金支持一直是创业的最大障碍之一。现在，数字技术驱动的小额贷款模式大大缓解线上零售面临的各种金融约束（见图3.12）。在所有尝试过借款的个体、家庭电商中，完全通过非正规渠道进行融资（向亲朋好友借款）的家庭占46%。对通过正规或者半正规渠道进行融资的借款人来说，蚂蚁金服是他们最主要的贷款渠道，其次是银行等其他互联网金融渠道。

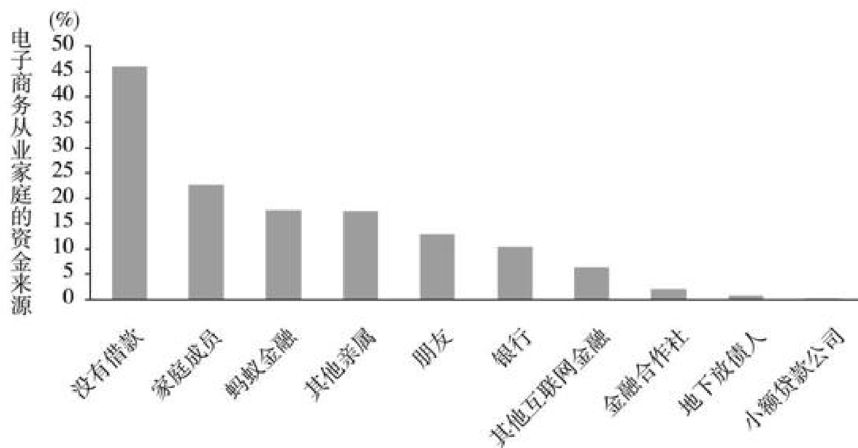


图3.12 2017年电子商务从业家庭的资金来源

资料来源：世界银行-阿里巴巴集团联合研究项目。

案例3：医疗服务、教育和环境保护

数字技术正在从商业和金融服务领域，扩展到医疗服务、教育和环境保护等领域。事实证明，数字技术具有极高的效率和可扩展性，已经成为提高普惠性的一种强大力量。根据国际货币基金组织（2017b）和世界银行（2019）的相关报道，数字技术还有助于为穷人和其他弱势群体搭建更慷慨和更可靠的安全网，进一步提高普惠性。

一、医疗服务

蚂蚁金服意识到，许多线下夫妻店无力应对各种健康风险，因此于2018年3月联合国泰保险公司发起了一项福利计划，目的是为使用二维码收款的此类商店提供健康保险福利，这就是“多收多保”计划。

该计划用人工智能和区块链等最新数字技术来分析医院信息系统中的数据，建立起了“212”医疗费用报销流程，即提交申请只需要2分钟、获得批准只需要1秒钟、报销款项在2天内进入患者账户。在该流程中，风险管理包括数字病历核实、人工智能识别系统和人工智能反欺诈系统。

二、教育与培训

淘宝业务覆盖范围广泛，为培训中小微企业主及其员工提供了一个可扩展的平台。淘宝大学成立于2006年，目的是为入驻淘宝平台的线上零售商提供服务，以帮助这些小企业发展。截至2018年，这所大学招聘了100多名各行业专家，根据深入的实地分析设计了各种培训课程。有经验的淘宝线上零售商联合第三方培训公司和行业专家，基于自己的实践知识和批判性思维来筛选讲师。讲师需要接受严格培训，还要通过资格考试和学生反馈定期接受评估。

目前，淘宝大学在中国将近99%的贫困县市都开设了在线课程，每年提供3000种预录课程和2万多次直播课程，还在全国28个省、243个

区和880个县开设了线下课程。淘宝大学建立了18个培训中心，完成了150多场培训，培训了将近1.4万人。

淘宝还有基于云技术的专业发展系统，其庞大的知识库有利于中小微企业主及其员工组织学习活动、交流从商经验。课程涵盖了供应链管理、人力资源开发、市场营销和品牌建设、线下和线上整合的新零售，以及拍卖、出口和休闲娱乐等专业领域。

除了培训国内的线上零售商，淘宝大学近年来还扩大了服务范围，为国际线上零售商和对口的地方政府机构提供服务。利用阿里巴巴的电子商务经验，淘宝大学致力于促进全世界中小企业的发展，吸引年轻的企业家，向他们提供切实可行的解决方案，帮助他们克服各种障碍。2017年，淘宝大学在东南亚和澳大利亚为2600多人举办了30场培训，这些学员来自老牌企业、初创企业以及致力于企业成长的政府贸易机构。

淘宝大学致力于为中国最贫困的偏远地区的公共部门提供培训，开设因地制宜的课程，传递切实可行的理念。2015年4月—2017年3月，淘宝大学在765个贫困县开设了500多门课程，培训了112万名来自公共部门的学员。这些教育成果不仅获得了企业主和地方政府的高度赞赏，也是“淘宝村”和“淘宝镇”快速发展的主要推动力量。

淘宝大学只是展示数字技术及其“创造性建设”如何改变普惠教育格局的一个例子。新的商业模式已经出现并扩大了高质量教育对每个人的影响。在地方政府的支持下，中国现在有将近10万名求知心切的农村学生可以看到城市顶级学校的直播课程。不仅如此，农村教师还可以在线学习最佳的教学经验。这种在岗培训成本极低，农村教师不需要专程到培训中心学习，学校也不需要因为他们离岗接受培训而招聘代课老师。

三、环境保护

全球面临严峻的环境挑战，每年都有600多万人死于空气污染相关的疾病。中国是经济大国，其经济的快速增长难免带来各种副作用。根据官方统计数据，全国78.4%的城市空气污染超标，42.5%的水资源污染超标，31.1%的土地面临水土流失风险（中国生态环境部，2015）。

政府、企业和个人都在努力解决这些问题。然而，探索大幅降低环境危害的有效途径需要财力支持，愿意尽一己之力的个人往往有心无力。

但是至少有三种途径可以让公民直接参与到环境保护中来。第一种途径是衡量“绿色行为”的影响，提高消费者的环保意识。第二种途径是从税收和监管角度采取经济激励措施，鼓励个人改变自己的行为，转向低污染的生活方式。第三种途径是把个人的环境保护愿望转化为具体行动，如在荒山野地里植树造林。

在这种背景下，蚂蚁金服于2016年8月发起了“蚂蚁森林”项目，以期教育、激励消费者和企业积极参与环保事业。

这个项目的核心宗旨是通过三种方式鼓励用户减少自己的碳足迹：将个人的碳减排数据直接发送到其智能手机上；将个人的虚拟身份和地位与其因为减少碳排放而获得的“绿色能源”积分挂钩；通过植树计划，向个人提供碳补偿现金奖励。

“蚂蚁森林”项目赢得了非常积极的响应，在3年中吸引了5亿多名注册用户，截至2019年4月，已经在中国沙漠地区种植了1亿多棵树。2019年9月，“蚂蚁森林”获得了联合国环境规划署颁发的“地球卫士奖”。

在世界各地，人们正在努力利用数字技术建立自下而上的、普惠的和可扩展的绿色金融生态系统。2017年1月，联合国环境规划署与蚂蚁金服建立了合作关系，在达沃斯共同发起了可持续数字金融联盟。

总之，“蚂蚁森林”项目为增进社会福祉建立了一种崭新的创新范式。这一范式由基于人性的激励机制和数字平台上的大规模社交网络所推动。依托现代数字技术的奇迹，该项目种植了更多树木，更多的生命得以延续和改善。

第四章 数字技术如何改变市场

请注意，在本章乃至全书中，很多例子都来自阿里巴巴的实践，这主要是因为阿里巴巴集团的内部运作和经营理念是我们最熟悉的。在涉及阿里巴巴的竞争对手及其商业实践时，我们也尽量从公开的信息中选用合适的例子。

普惠性增长的推动因素是技术进步和人人都有机会参与一体化的商品和劳动力市场（国际货币基金组织，2017b）。在宏观经济层面，市场一体化意味着具有普惠性的贸易和金融中介。但是，只要经济学家尚未充分理解每个市场中供需均衡的微观基础（买卖双方如何一起促成一个一体化的市场），我们就无法搞清楚数字技术对市场一体化的贡献。对供需关系的教科书式的分析遗漏了构成现代市场经济基础的某些关键要素，这些关键要素能使买卖双方满足巨大的信息需求，突破由此产生的搜索和匹配成本的限制，能影响经济体中市场的类型和稳健性（哈耶克，1945；斯蒂格勒，1961；菲尔普斯等，1970；皮萨里德斯，2000）。

要建立市场的微观基础，首先需要应对信息方面的三种挑战：买卖双方如何搜索彼此，或买卖双方如何匹配；确保卖方如实地描述其提供的产品和服务；建立必要的信任，使对买卖双方都有好处的互动方式可以重复出现。但如果不能有效地执行合同，就不可能建立这样的基础。

市场的三个构成要素

一、搜索和匹配

如果只能依靠买卖双方自身的力量，那么通常会产生巨大的搜索成本和信息获取成本（斯蒂格勒，1961；瓦里安，1980）。社交网络在寻找新合作伙伴的过程中有着极其重要的作用（乔妮，2014）。另外，由于社交网络的成员地域分布广泛、来自不同的种族、具有不同的文化背景，社交网络具有贸易扩张效应。由此可知，在任何需要有合作伙伴一起做生意的环境中，匹配问题都是相当严重的（劳奇，1999；劳奇和特林达德，2002）。在现代社会中，市场的形成对这种搜索和匹配过程有帮助（哈耶克，1945；莫滕森，2010）。我们不妨来看一看每周都要买菜和购物的一位女士面临着怎样的情况。她需要找到卖肉的、卖鱼的和卖杂货的。如果这些卖家都是行商，随机分布在特定场所，则她的搜索成本，尤其是寻找所需之物的时间成本会很高。如果这些卖家全部都有固定的营业地点，如全部都在某条大街的沿街店铺里营业，就像现在中国很多城市的情况一样，则她的搜索成本即使不是最低的，也会比上述情况中低。如果所有这些卖家都在同一屋顶下营业，就像在超市里一样，则她的搜索成本还会更低。

随着社会的发展，个人需要的产品种类也越来越多。如果买家不能在给定的环境范围内找到所有所需产品，其搜索成本就会是指数级增长的。一个市场的发展历程就是搜索成本不断降低的过程，从一些零散的卖家，到聚集在同一商业区内的小商店，再到聚集了很多大型超市和百货商店的购物中心，都吸引着来自该地区甚至全国的顾客。市场的演变一直都在继续，因为社会的发展和人均收入水平的提高对市场的发展有着持续的推动力。

随着互联网和平台经济的出现，市场的演变过程中多了一个强大的参与者，即“创造性建设”。于是，搜索和匹配成本降至以前无法想象的极低水平，分散于各地的各种买家和卖家之间也不再需要物理接触。卖家可以更零散地分布在更广阔的空间内，而买家的搜索成本仍然能大幅下降，远远低于其在购物中心的搜索成本。

改进匹配过程能够降低搜索成本，从而极大地提高潜在匹配的质量并扩大其范围（库恩和曼苏尔，2014；埃里森和埃里森等，2014）。不匹配的供应和需求不仅会浪费资源，还会限制产品多样性的提升。如果产品多样性不足，就无法满足客户需求，对那些需要大量客户进入市场的利基产品来说尤其如此（张，2016）。信息披露现在可以发挥重要作用，使不同的参与者进入不同的市场，使他们更容易找到他们最喜欢的产品和服务，从而极大地促进相关市场中的竞争（塔德雷斯和策特尔迈尔，2015）。

二、合同执行

即使有可匹配的交易伙伴，如果没有关于产品质量的适当信息，交易也不可能成功。这必须通过执行必要的合同来实现，无论合同的界定多么狭隘（如购买1千克土豆），都要确保买家能买到相关产品，卖方能收到商定的款项。要确保生产者如约交货、消费者如约付款，就必须有足够的合同执行力。在一个信息不完全的世界中，买卖双方无法充分了解对方的动机及其如实履约的意愿，买卖双方之间的距离越远，这种担忧就越强烈。在这种情况下，合同执行变得非常不确定，以至于不会产生一个有着广泛而激烈竞争的市场，而正是这种竞争使市场能够发挥魔力，降低产品价格、提高产品质量、增加产品多样性。

合同执行的确定性和有效性取决于可靠和可信的法律制度。这些法律制度可以在买卖双方之间建立信任并加强这种信任。要确保达成的交易对各方都有利，买卖双方之间的信任就必不可少。关于产品说明、保质期、卫生标准、销售许可的很多规章制度，基于针对不良产品的消费者保护和许多其他类似考虑的规章制度，都是为了满足消费者的需求，也是政府致力于防止欺诈的结果。如果欺诈行为不能被有效扼制，那么新的市场在起步之前就会被摧毁，无法形成生态系统。在合同的执行方面，法律和执行机构对消除误解和调解纠纷来说是极其重要的。

缺乏合同执行力将会给现代市场的发展和扩张造成致命打击。合同执行的不确定性会阻碍市场参与者采用更先进的技术（阿西墨格鲁等，2007），制约其外包能力（安特拉斯，2005），从而限制市场的发展。与大型企业相比，缺乏合同执行力会使新企业付出更大的代价，因为新企业更需要外包服务。另外，新企业必须克服更大的障碍，才能建

立起客户关系和自身声誉，以弥补尚不健全的法律制度。

三、信任

信任是市场交易的润滑剂，特别是在较长时间内，买卖双方之间具有完全的、绝对的信任，才可能反复进行交易（麦考利，1963）。信任可以消除信息不对称（卖方比买方更了解自己所提供产品和服务的优缺点）。信息不对称会使消费者担心上当受骗，进而阻止以卖方不亏本的价格达成交易。信任的基础是买卖双方在反复互动过程中逐渐形成的长期声誉。一旦双方丧失信任，买方就不会再找卖方，而卖方也不愿意再卖给买方。结果是要么卖方被新进入者取代，要么买方被拒绝再次交易（麦克劳德和马尔科森，1989；塔德雷斯，2003；麦克劳德，2007）。

缺乏信任会严重限制企业参与交易和达成一些基于双方关系的合约的能力（格雷夫，2006；马基雅弗利和摩尔加利艾，2015）。在某些情况下，生产商甚至不得不暂时推迟改进产品质量，直到与客户建立基于互信的特定关系并使之永久化（马基雅弗利，2010）。

如第三章所述，金融市场与产品和服务市场的构成要素都一样。在将贷款人的风险偏好和借款人的信誉进行匹配时，贷款人和借款人在信息方面面临着同样的挑战。金融交易必须以具有成本效益的方式被执行和监控，通过低成本的数字信息而不是高成本的抵押物建立信任，就可以让数百万名低收入企业家和消费者进入信贷市场。

数字市场的优势

一、数字技术有什么特别之处

数字技术以比特形式整理信息，从根本上降低了存储、处理和传输数据的成本。移动互联网、云计算、人工智能和区块链等技术都属于数字技术。

将数字技术与其他信息和通信技术结合起来，可以显著降低信息成本。早期的现代计算技术始于20世纪40年代，其重点是快速计算能力，而存储和传输信息的能力很有限。到了20世纪50年代，信息的存储成本大幅降低，用比特这种非算术形式来表示信息的优势就变得显而易见。但正是因为互联网的出现——在电脑之间进行信息传输的成本大幅降低以及后来出现了具有类似功能的移动通信设备，以比特形式被存储的信息才开始产生超乎想象的深远影响。在基于TCP/IF（传输控制协议/互联网协议）的互联网上，电子邮件、web链接、浏览器、搜索引擎、在线购物、社交网络和客户关系管理系统等众多技术创新开始不断涌现。云计算、人工智能和区块链等技术进一步扩大了数字技术的影响。

数字技术能够降低收集信息和建立信任的成本，这些限制了线下市场上的交易。通过建立连接，移动互联网能够收集大量信息，并且迅速向无数买方和卖方传输这些信息。云计算技术使高效地存储、处理和传输海量信息成为可能，其中一些信息涉及卖家的声誉，卖方是否会提供正确的产品说明，以及是否不需要对簿公堂卖方就会诚实履约的。使用人工智能技术，我们可以更容易地研究海量数据，进而获得更多真知灼见。区块链技术大幅提高了篡改记录信息的难度，从而建立了一个信任系统，即使交易各方之间的信任很有限，该系统也能有效发挥作用。区块链就是由一系列记录组成的清单，这些记录被称为“区块”，“区块”通过加密技术被连接在一起。

数字信息的特殊性使数字革命显示出了巨大的威力：边际使用成本很低，属于公共产品或非竞争性产品。此外，信息生成和传播的正网络外部性以及数字技术的低技能门槛，使得数字营销、数字融资和其他数字服务的快速采用和渗透成为可能。

复制和使用数字信息的成本几乎为零。与大多数一经使用就无法再次使用的产品和服务不同，数字信息是一种公共产品，可以被无限次使用，而数量和质量都不会受影响（阿罗，1962）。

中国已经有8.17亿移动互联网用户，大大超过了“被广泛采用”的标准。移动互联网的成本，包括搜索、存储和共享信息的成本，已经变得非常低，无论是绝对成本，还是与其在降低搜索成本方面的收益相比。

数字技术通过两种重要且具有普惠性的方式来建立市场。一是为上述市场的三个构成要素提供技术业务基础设施。二是以较低的成本向大量的行为主体提供容易获得的技术，满足他们的个性化需要。

二、改善搜索和匹配

数字技术能够以极低的成本存储和传输大量信息，而不受限于物理距离。这从根本上减少了线下市场经济的信息壁垒。现在，买家足不出户就可以在无数卖家之中搜索潜在交易伙伴。无论是利基产品和稀有产品的卖家，还是传统产品的卖家，潜在买家都能够以同样的方式联系到他们。

然而，大量可访问的信息也带来一些新的问题，从而产生了新的搜索和匹配成本。例如，阿里巴巴平台上每天有数亿人浏览超过30亿种产品。现在的挑战不是找不到足够多的产品来进行比较，而是能不能让买卖双方高效地收集信息、搜索产品、进行匹配，以满足他们的特定需求。因此，快速高效的信息处理是数字经济面临的核心挑战，是数字时代市场发展的障碍。如果一个平台只是提供信息，让消费者随机进行搜索，那么它几乎不可能成功。

1.使消费者高效搜索和匹配产品的技术基础设施

要想帮助消费者进行搜索和匹配，就必须对数字信息进行改造，使其变成消费者能够识别的信息模式、细节和其他信号。为此，我们建立了语义知识库，即有自然语言处理能力的知识图谱，可以对web上的所有可用项进行分类并验证其组件。特别值得一提的是，这些工具还可以让买家使用其常用的词汇来搜索目标产品。

此外，还可以运用机器学习和深层神经网络等技术向买家推荐产

品。2018年11月11日，中国第10个“双11”购物节成了全球性的节日。在这一天，阿里巴巴发布了超过453亿条个性化的购物提示，帮助消费者在数不胜数的产品中筛选自己需要的产品（施瓦茨和克利班，2004），这一举措显著地缩短了搜索时间、提高了购物效率。

当无法用文字来描述自己所需产品时，买家还可以借助图像识别技术在网上寻找自己需要的产品。自2014年以来，很多中国买家已经用大量的图片来搜索类似产品。在阿里巴巴的平台上，每天都有数千万买家使用这种极受欢迎的工具来搜索自己想要的产品（见图4.1）。



图4.1 基于图像识别技术的产品推荐

资料来源：阿里巴巴，罗汉堂。

除了图像识别技术外，AR（增强现实）和MR（混合现实）技术同样为买家提供了更多的决策信息，以改善买家的购物体验（见图4.2）。



图4.2 AR改善购物体验

资料来源：阿里巴巴，罗汉堂。

机器翻译促进了人际沟通的巨大飞跃。机器翻译可以提供各语种翻译服务，在跨境电子商务中得到了广泛应用。有一种机器翻译服务软件能够翻译48种语言，在2018年“双11”购物节期间被使用了10亿多次。

易趣网通过自己的机器翻译系统显著提升了国际贸易量，使2014年该平台上美国对拉丁美洲的出口量增加了17.5%。图4.3a表明，在易趣网推出这一创新的翻译系统之后，美国在易趣网上对拉丁美洲出口量实现了大幅增长。图4.3b以美国对拉丁美洲洲的线下出口量作为独立对照组，证明了图4.3a的结论。

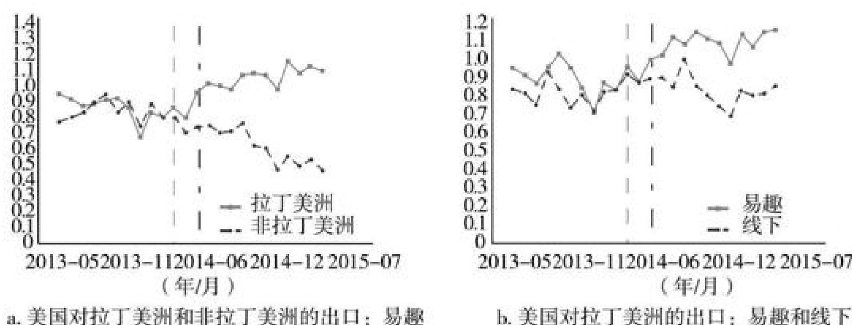


图4.3 在易趣上和线下，美国对拉丁美洲和非拉丁美洲的出口

注：引入机器翻译后，出口趋势出现了分化。左图纵轴是按2013年4月的出口商品数量进行标准化后的数据，右图纵轴是按2013年4月的出口商品金额进行标准化后的数据。

资料来源：布林乔尔夫森等，2018年。

三、改善合同执行力

上文已经强调过，有效的合同执行对所有大规模市场都是至关重要的，必须通过各种无缝流程来验证交易对手的可靠性、交易产品的真实性以及资金流动的效率。此外，还必须有公平可靠的纠纷处理机构。

1.辨识身份

数字技术提供了一套低成本的例行程序，大大提升了验证买卖双方身份的能力。这对防范线上市场的欺诈行为很重要。为了满足这一要求，生物识别技术，包括人脸识别、指纹识别、语音识别、动态手势和其他触发信号，已经被越来越多地用于识别卖家的真实身份。

在防范欺诈方面，身份识别具有极其重要的作用。例如，有人曾在淘宝上贩卖假货，平台随即关停了他的网店。之后，这位店主伪造了8个不同的身份，在淘宝上重新开了8家新店，继续进行欺诈性经营，售卖假货。然而，通过生物识别技术，平台每次都能识别出他究竟是如何改换假身份的。

2.产品的真实性

筛除冒牌产品对所有数字平台的长期存续和运行都极其重要。随着先进技术的不断出现和利益相关者（权利所有人、行业协会和政府等）之间的合作日益密切，主动监控变得越来越可行，这能够减少盗窃知识产权的行为。

数字技术有助于检测和保护商标，剔除假冒产品。根据的《2017年阿里巴巴知识产权保护年度报告》，阿里巴巴每天都会对6亿多张产品图片应用图像识别算法，以剔除假冒产品和误导性产品介绍。光学字符识别技术每秒能扫描2300多万个字符，准确率高达97.6%。语义识别算法利用词汇库和产品信息来分析图片中文字的含义（见图4.4）。



图4.4 用文字识别技术检测不当措辞

资料来源：阿里巴巴，罗汉堂。

一款名为“产品情报”的工具能够自动学习产品信息，在20亿件上架产品中识别、评定和处理可能存在的侵权产品。一种采用深度学习技术的筛选模式，每天对各种产品进行日常扫描，查找和剔除潜在的假冒产品或其他有问题的产品，其工作量相当于5000台虚拟服务器。

仅需要数微秒的时间，阿里巴巴的实时拦截系统就可以扫描一大堆产品，识别和拦截可能有问题的产品。根据《2017年阿里巴巴知识产权保护年度报告》，97%的假冒产品在进入销售阶段之前就已经被自动剔除了。平台系统提前剔除的假冒产品数量是在客户投诉后剔除数量的27倍。

3.确保交易安全和信任的托管账户系统

支付宝诞生于2004年，是一种托管账户系统，目的是帮助买卖双方建立信任。在线上购物时，买卖双方彼此见不到面。买方希望看到产品之后再付款，而卖方则希望确保自己能收到货款。这一基本问题就成了电子商务发展的重大障碍。通过托管账户系统，支付宝实质上扮演了中间人的角色——在线上交易中，买方通过支付宝按照明码标价把全部货款付给卖方，卖方则指定支付宝作为自己的代理人持有该货款。买方表示卖方已经履行交易义务后，支付宝就会把货款转给卖方。这个看似简单的系统让电子商务和互联网支付自2004年以后在中国蓬勃发展起来。

由于有支付宝为每笔交易提供充分的保障，买卖双方对线上交易有了绝对信心。支付宝通过执行一系列既能保证买方按时付款又能保证卖方准时交货的规则来促成交易的执行落实。支付系统在每笔交易注册时都会用到一套生物认证技术，如动态手势、人脸识别和指纹识别。

将区块链和物联网技术结合起来可以鉴别产品真伪。阿里巴巴物联网全球原产地追溯计划记录了整个物流过程，保存了每件产品的原产地信息。2018年11月11日，超过1.5亿件进口产品被纳入了这项计划。在不久的将来，该计划还将记录和使用诸如温度、湿度和压力等信息，以更好地确定谁应当为交易过程中出现的损坏承担责任。

4.纠纷解决

数字技术也有助于快速解决买卖双方之间的纠纷。得益于阿里巴巴的信息密集型跟踪和监控系统，数字技术能够快速而又准确地找到几乎所有问题的根源。2017年，95%的客户投诉可以在24个工作小时内得到

处理，93%的交易纠纷可以通过人工智能辅助系统得到解决。此外，数字技术还可以用来帮助陪审团裁决法庭案件。总体而言，综合运用人类干预和机器学习技术，可以显著提高公平解决纠纷的能力。最重要的是，数字技术能够扩大纠纷解决的规模，同时解决数百万起纠纷。

四、数字技术建立了新的信任体系

2001年，《纽约时报》一篇题为《整个中国的新经济都在向旧经济转变》的文章指出："截至目前，真正的电子商务在这个国家已经宣告失败。中国还没有消费者信用体系，线上零售或其他的电子商务业务都行不通。"然而，短短10年后，中国的电子商务已经领先世界。中国电子商务成功的关键是通过应用数字技术建立了新范式，从而建立了信任。

这种新范式基于为线上交易的每件产品和每项服务提供可靠信息，围绕卖家的长期声誉形成了一种激励机制，在平台上出现了可持续经营的高质量的电子商务零售商（塔德雷斯，2003）。

17年来，淘宝使用评级机制的经验表明，数字技术有助于建立和维持信任。2003年，淘宝开始使用一种简单的好评、中评、差评三级评级系统，让买卖双方来评估自己在交易过程中的体验。2004年，淘宝根据获得消费者好评的数量，对平台上所有的网店施行"星星-钻石-皇冠"评级系统：获得251～500条好评就可以赢得一个"钻石"，获得10001～20000条好评就可以赢得一个"皇冠"。评级系统后来进一步被优化：将买卖双方的评级分开；使用产品评价和用户评论中的信息；由于虚拟产品和实物产品具有不同的物流特点，将两者分开进行评级；允许卖家根据买家的评级调整自己的服务；剔除不相关的评论（见图4.5）。

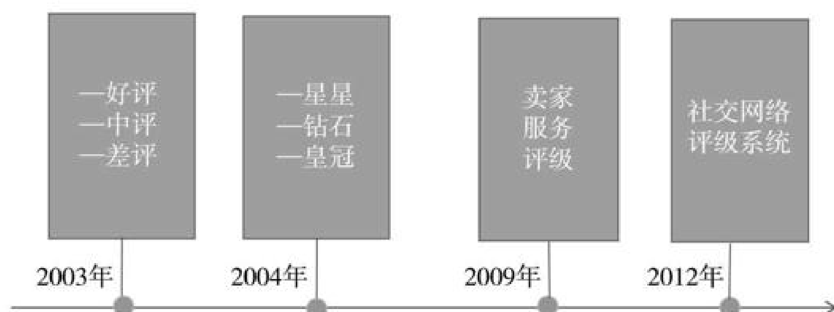


图4.5 淘宝评级系统的发展

资料来源：罗汉堂。

这一评级系统后来进一步扩展至每一笔交易的全生产链。这是通过阿里巴巴于2009年推出的“卖家服务评级”实现的。卖家服务评级是关于卖家业务评级的动态指数，提供了卖家三个业务领域的详细评分：服务、物流和产品质量（见图4.6）。有趣的是，用户最担忧的似乎是物流，而不是服务和产品质量。

卖家评级	级别	
	0	少于1星
	1	1星
	2	2星
	3	3星
	4	4星
	5	5星
	6	1钻
	7	2钻
	8	3钻
	9	4钻
	10	5钻
	11	1皇冠
	12	2皇冠
	13	3皇冠
	14	4皇冠
	15	5皇冠
	16	1金冠
	17	2金冠
	18	3金冠

图4.6 评级标准

资料来源：淘宝，罗汉堂。

从2012年开始，淘宝更加依赖社交网络来提高评级和评论的准确性

和实用性。现在，潜在的买家不仅可以查看所有的用户评论，还可以对别人的评论做出回应，甚至可以详细询问产品相关的问题。这种评级系统允许人们分享评论链接、针对他人的评论发表见解、点击“喜欢”表示赞同和举报无用的评论。除鼓励人们参与评级，满足客户对高质量产品和服务的需求外，这些附加组件还能起到娱乐作用。

通过将“信任”数字化，阿里巴巴及其竞争者努力为每件产品、交易中的每个环节和参与交易的每位当事人建立了数字标识。这促使人们信任那些具有高评级的供应商，不管他们提供的是产品、服务还是可投资资金。它创造了一个环境，使数亿人在同一空间内进行虚拟的面对面交易。这一评级系统建立的信任正在消除传统的本地和区域市场所固有的、看似不可逾越的边界。

至关重要的是，相关各方既是这一新的信任基础的使用者，也是其创造者。交易伙伴根据真实的交易进行评级，这种评级的可信度要远远超过评估专家做出的判断，也更具有可持续性。这是线上互动的极其重要的结果：在建立信任的过程中，参与者做出的贡献越大，也就越信任这个市场。

这一评级系统能够非常有效地拉动高评级卖家的销售量。虽然大多数卖家不可能获得最高评级，但通常来说，卖家的评级越高，其销售量也会越大（见图4.7和图4.8）。也就是说，较高的评级与较高的GMV增长率有关，这给淘宝平台上的商家提供了正向反馈。获得“皇冠”和“钻石”最多的那些老牌卖家，由于拥有较高的评级，可以被更多消费者接受，并获得更高的声誉（见图4.6）。

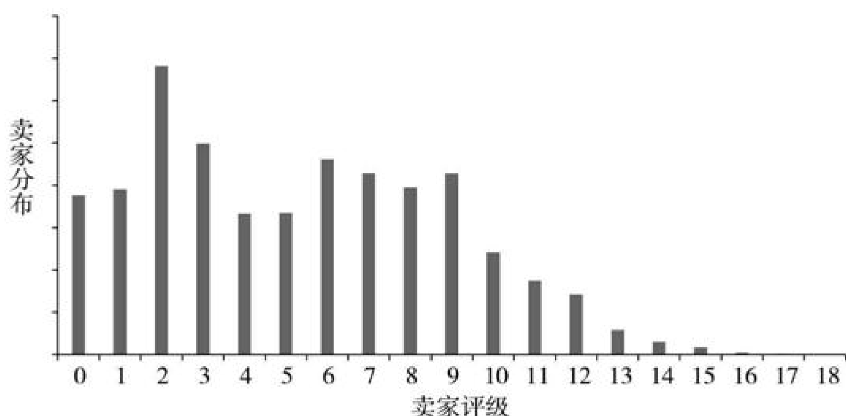


图4.7 2017年按评级划分的卖家分布情况

注：评级分布是基于2017年销售额为正的卖家的随机样本计算。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，罗汉堂。

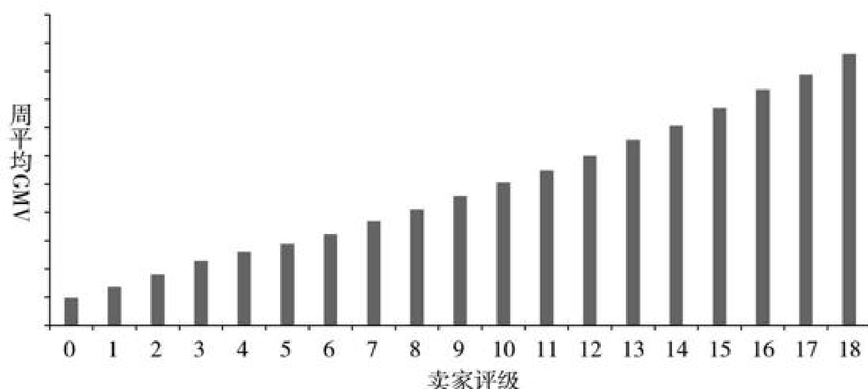


图4.8 2017年按卖家评级划分的周平均GMV分布

注：评级分布是基于2017年销售额为正的卖家的随机样本计算。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，罗汉堂。

评级系统是建立和维持信任的有效手段。要想理解这一现象，可以观察一下卖家的评级上升后会发生什么。由于客户评级是离散的，而卖家的业务经营的基本要素总是连续的，观察评级上升对经营状况的影响是验证声誉重要性的一个好办法。在评级上升后的第二个月里，卖家的销售额通常会大幅飙升。当卖家的评级从“少于1星”变为“1星”、从“5星”变为“1钻”和从“5钻”变为“1皇冠”时，卖家销售额的增长幅度最大（见图4.9）。

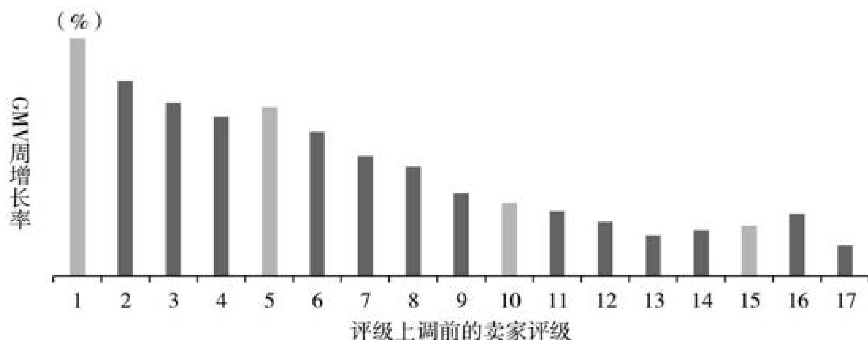


图4.9 2017年评级上调后的GMV周增长率

注：GMV周增长率是根据2017年评级上调公司的随机样本计算。每个柱体代表经历相应评级提升的所有卖家的平均增长率的第75个百分位数。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，罗汉堂。

评级较高的具体表现为买家投诉较少，销售量较大。卖家的评级和退款率之间存在明显的负相关（见图4.10）。

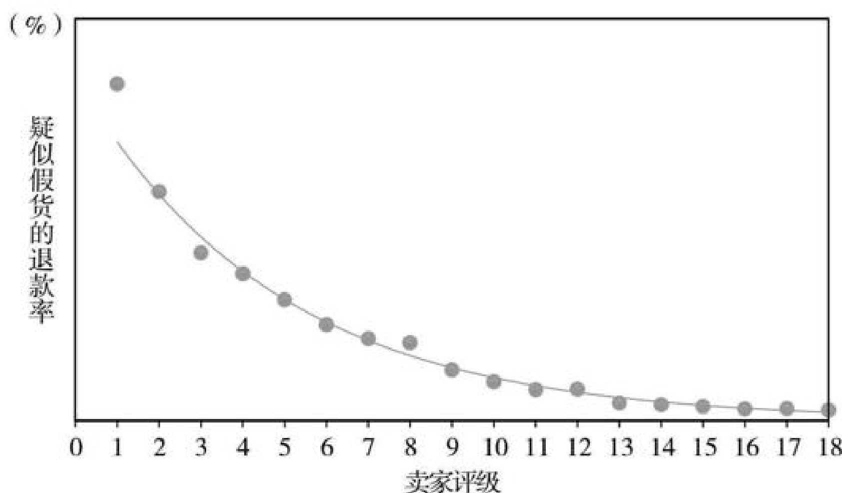


图4.10 淘宝上按卖家评级划分的疑似假货退款率

注：退款率基于客户因假货而报告的退款交易比例。每个评级的平均退款率是截至2017年年底所有该评级淘宝卖家的平均退款率。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，罗汉堂。

五、新兴的数字平台模式

过去20年中出现的这一数字平台模式建立在上述数字市场的关键基础之上。

科斯（1937）认为，当企业内部执行交易的成本低于市场上的搜索和匹配成本时，交易就会在企业内部进行，即所谓“内部化”。科斯还特别指出，最重要的是，重复的交易活动往往更容易通过企业内部的协调来实现，因为企业内部的管理者之间可以建立长期关系和信任，更好地保护这些交易。与此结论相关的是安德森和施米特莱因（1984）的发现：决定是在企业内部进行交易还是在市场上进行交易的最重要因素是“评估业绩的难度”和“不可交易活动的重要性”。这也符合“信息量原则”（霍姆斯特姆，1979）：交易各方、任务和结果的可交易和不可交易的方面越容易被可靠地衡量，在企业内部进行交易的效率和利润就越高。

数字技术彻底改变了这种经典的在企业和市场之间的权衡，提供了第三种制度形式，即双边平台（梯若尔，2014）。诚然，双边平台已经存在很久了，只是规模不大。不过，由于数字信息的特殊性（边际成本低，具有非竞争性）和数字技术的低技能门槛，数字平台的可扩展性要强得多。数字信息的这些特征有助于建立可负担的、高效的数字标识，从本质上使海量的消费者和供应商在同一个空间内进行协调和交易，而不受地理因素的制约。正是双边平台的这一特点从根本上将数字市场和传统市场区别开来了。

数字平台扩大了数字市场的覆盖范围，为产品和服务的销售、产品和服务进入市场所需的物流服务、价值链上买卖双方之间的协调、对专业服务和新型支付系统的依赖等方面提供了创新的空间。

1.技术驱动型商业工具：以千牛工作台为例

千牛工作台是阿里巴巴平台上的专业服务平台，它通过与数千家第三方服务提供商进行合作，为所有平台用户提供了各种专业服务，包括市场营销、产品管理、订单管理、客户服务、现金管理、仓储物流、线

上运营、商业咨询和数据分析等服务，基本上涵盖了网店运营的方方面面（见图4.11）。

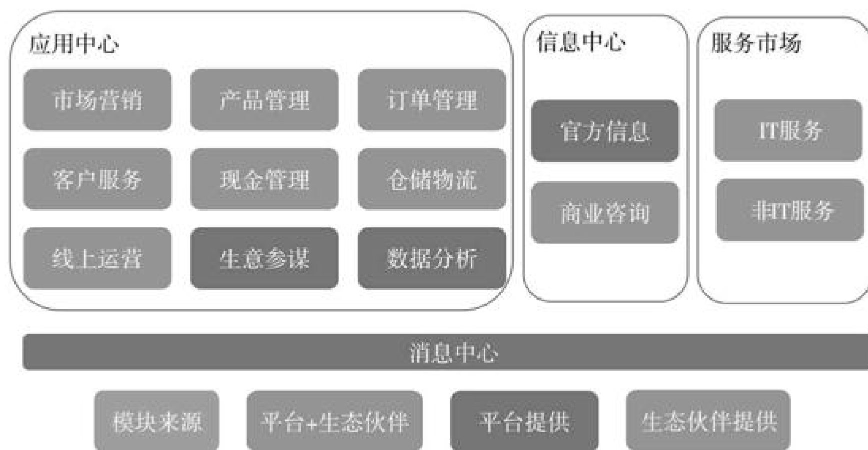


图4.11 千牛商家服务平台

资料来源：千牛，罗汉堂。

在中国，1/4的初创企业由于不熟悉基本的法律、法规和没有必要的经营技能而倒闭。千牛工作台正在通过提供技术服务中心、信息处理中心和消息中心来应对这一挑战。这些中心的作用是共享技能和知识，为初创企业提供全行业信息和知识指导，为中小企业提供高级咨询服务。千牛工作台已经成为即时学习和咨询的重要场所。

在阿里巴巴平台上大约有1000万家中小企业。其中大约3/4的中小企业使用平台的频率与企业的成功程度正相关。尤其值得注意的是，在具有“5皇冠”评级的网店中，使用千牛工作台的比例超过95%。在新开的网店中，使用千牛工作台的比例仅为50%。这是因为新开网店仍然处在学习基本功能的阶段，而一旦拥有“1星”之后，使用千牛工作台的企业很快就会跃升至70%（见图4.12）。

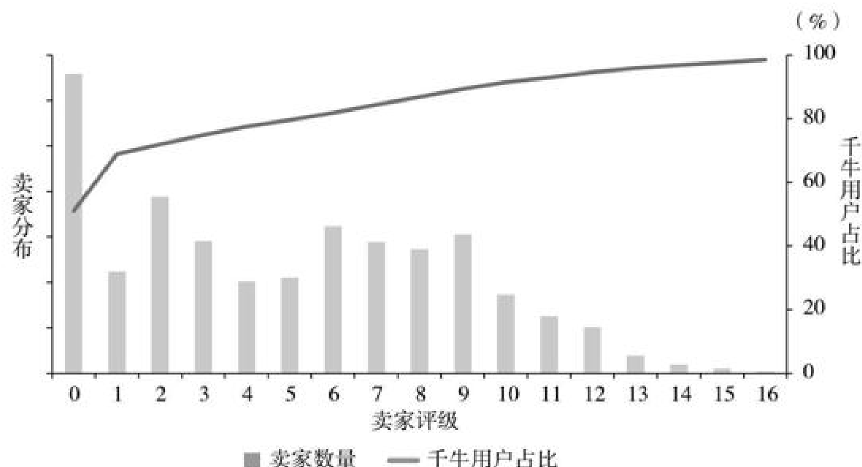


图4.12 2018年千牛用户分布情况

注：截至2018年11月23日活跃在千牛上的淘宝卖家。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：千牛，罗汉堂。

千牛工作台可以为所有企业（特别是中小微企业）赋能，使它们更好地服务客户。千牛工作台不失为数字时代极其先进的市场协调网络。传统企业以前都是在内部执行一些重要职能，而现在则是在平台上与其他企业一起执行这些职能，且规模要大得多。

2.智能决策的协调：以“生意参谋”为例

数据在企业业绩中发挥着越来越重要的作用。最近，一项针对美国制造业的调查发现，以数据为导向进行决策的企业往往规模更大，生产效率更高，基础设施的互补性更强（信息技术和受过大学教育的员工），管理人员的认识水平也更高（布林乔尔夫森和麦克尔赫伦，2016）。

但是，中小微企业收集关于自身业绩的数据的成本可能很高，并且可能需要具备较强的分析能力（如掌握数学和会计知识）。而在获取市场、消费者和竞争对手的信息方面，它们面临的挑战更大。

平台模式通过提供基本的通用基础设施来降低与信息收集和分发有关的成本。平台可以将智能信息的可获取性提升至前所未有的高度，从

而为规模或大或小的公司赋能，让它们进行以数据为导向的决策，对自身业务战略进行调整，以适应不断变化的市场环境。

创新的信息服务有助于决策。阿里巴巴于2014年首次推出了“生意参谋”服务，其平台上所有的网店均可使用。该项服务旨在为企业提供商业情报，帮助它们做出更好的决策。卖家可以看到网店自身的历史业绩、市场特征和趋势、在线流量的详细统计数据以及竞争对手的特点和偏好。除了提供信息外，“生意参谋”还提供在线辅导和培训模块，使卖家可以在社群内分享经验和建议。在月销售额超过30万元（约合45000美元）的卖家中，约90%是“生意参谋”的用户。

由数据驱动的决策确有实效。与非活跃用户相比，免费基本模块的活跃用户，即关注本店业绩数据的卖家，平均每月的销售额要高出10%以上，而开始关注付费模块的信息，也会带来同等幅度的销售额增长。对于那些追踪免费基本模块中的数据的卖家来说，每周多追踪一天，其销售额就增长5%以上。

“市场洞察”是“生意参谋”服务中最受欢迎的付费模块，该模块提供了有关市场整体趋势的详细信息，如市场规模、最受欢迎的产品等。付费模块的用户认可这些附加信息的价值，并愿意为之付费。卖家购买付费模块的时间点在一年当中并不统一，但往往集中在网店快速发展期间。

在消费电子产品领域，使用“生意参谋”的网店的业绩明显优于不使用该项服务的同类网店。具体来说，在成为“生意参谋”付费模块的新用户后，以开始使用该项服务当周的销售额为基准计算，卖家的周销售额始终高于非用户。在开始使用后第10周，周销售额的差距超过10%。即使跟那些一直使用付费模块的网店相比，新用户开始使用“生意参谋”后，周销售额也会在短期内快速增长，增长率约为3%。这种额外增长背后有两个主要因素，即更大的互联网流量和更高的访问/销售转化率（图见4.13）。

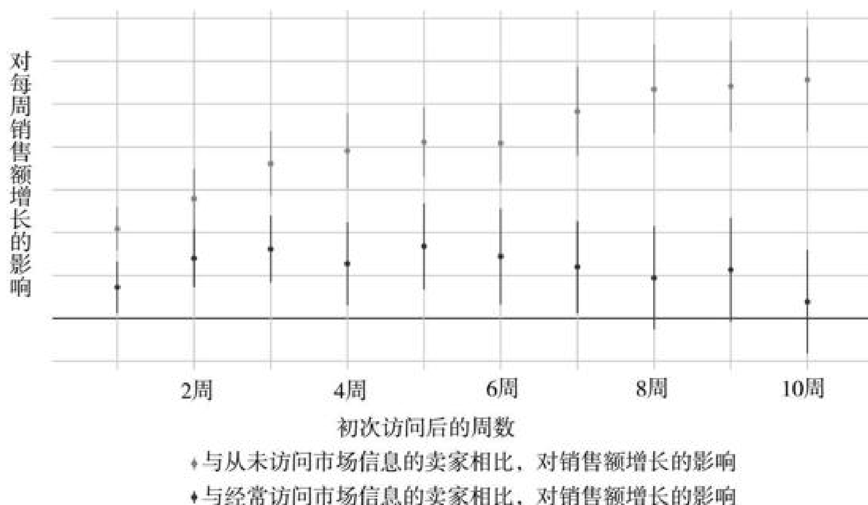


图4.13 获取市场信息对每周销售额增长的影响

注：基于淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。与从未访问过市场信息的卖家相比，最近访问此类信息的卖家的销售额随后大幅增长。与一直访问市场信息的卖家相比，新用户的销售额仍在增长，但没有那么强劲。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数据。

资料来源：淘宝，天猫，罗汉堂。

“生意参谋”对销售额的显著影响主要集中在小卖家身上。与从未付费获取市场信息的网店相比，小型网店在开始通过“生意参谋”的付费模块获取信息后，周销售额会更高，网店的访问量和访问/销售转化率也会出现较大幅度的上升。尽管这种差异并不像大卖家和小卖家之间那么明显，但对新卖家的积极影响比对老卖家更大。

付费模块的新用户会在订阅服务之后调整业务战略。例如，他们会更频繁地下调价格，上架更多产品（尤其是短期之内），更频繁地修改上架产品的标题，以便充分利用“生意参谋”的搜索算法，而这些算法会对不断变化的市场行情做出响应。

如果将网店的特定特征和时机选择作为控制变量，则频繁使用数据分析工具的网店在下一周会有更好的业绩。在不同的网店中，频繁使用免费基本模块与否会产生不同的影响。特别是，与普通网店相比，由年轻的店主经营的网店、未正式注册为公司的网店、规模较小的网店以及

新开的网店因为更频繁地使用免费基本模块而获得了更大的收益（见图4.14）。

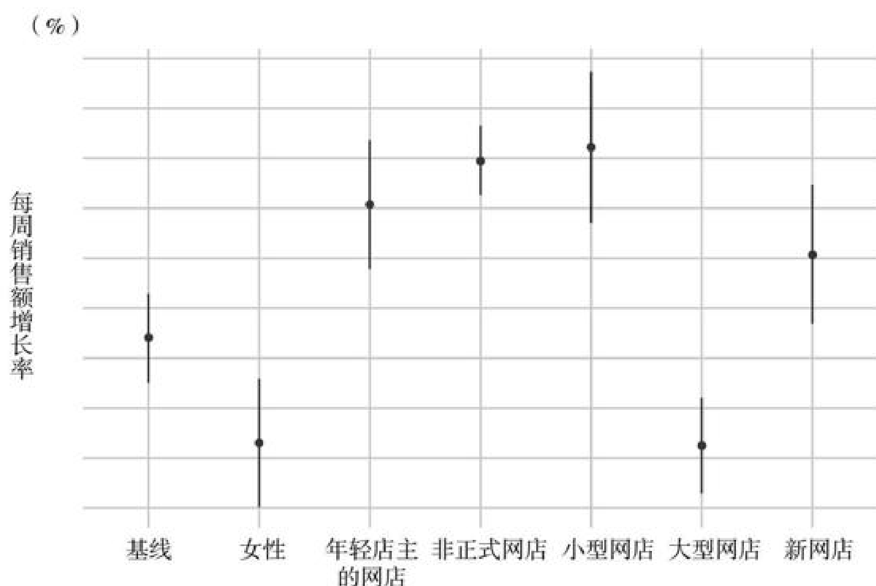


图4.14 频繁使用数据分析工具所带来的不同影响

注：基于淘宝和天猫交易的随机抽样样本计算。与普通卖家相比，那些由年轻店主经营的、未正式注册为公司的、规模较小的、新开业的网店使用数据分析工具更频繁，销售额增长更快。上图体现的是销售者更频繁地使用数据分析工具对随后每周销售额增长的边际影响。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

资料来源：淘宝，天猫，罗汉堂。

此外，平台提供的人工智能工具也可以帮助卖家自动回复消息，以满足买家的特定需求。例如，人工智能客服机器人“店小秘”可以帮助卖家回答90%的问题。

3.智能生产协同：从B2C到C2B

数字市场不仅涉及交易，还涉及利用大量数据帮助企业调整生产，使其更高效地满足不断变化的市场需求。在线模式包括B2C（企业对消费者）和C2B（消费者对企业），前者是企业试图说服消费者他们应该要什么，后者是消费者自己决定要什么。

2016年，阿里巴巴旗下的天猫新品创新中心开始通过在线调查来帮助品牌厂商设计产品。天猫新品创新中心提供了一套完整、连贯的解决方案来帮助它们创建和提升品牌——从最初的设计到营销以及客户调查设计，以评估其对销售的影响。玛氏、宝洁、美泰和欧莱雅等60家跨国公司以及像修丽可这样的小众品牌都跟天猫新品创新中心开展了合作。

宝洁与天猫新品创新中心的合作是很好的例子。在大数据的帮助下，宝洁推出了一款满足女性消费者需求的创新产品——海飞丝香氛洗发水（见图4.15）。该公司设计、开发和发布这款产品只用了9个月，仅为以往所用时间的1/3。这款新产品非常受欢迎，在上市不到1个月的时间里，就成为宝洁洗发水类产品的销售冠军。



图4.15 宝洁旗下的海飞丝定制洗护产品

资料来源：阿里巴巴。

天猫新品创新中心还帮助玛氏、欧莱雅和其他品牌厂商开发了畅销产品，同时将产品开发周期缩短了一半，减少了误解客户品味和偏好的

风险。

另一个C2B案例是淘宝与全球知名家电品牌海尔的合作。淘宝的电商平台上展示了一系列消费者可以自行选择的模块，如海尔家电的外观、材料和功能，可以生成满足他们特定需求的个性化产品。

2012年9月，海尔在淘宝上推出了一个新项目，在8天内大约有100万网民对自己心目中的理想电视进行了投票，投票的选项包括屏幕尺寸、框架材质、图像清晰度、能耗、色彩和界面设计等参数。根据投票结果，海尔选择生产3款电视并投放市场。在10分钟内，这3款定制彩电的订单已经超过了3000台。在48小时里，产品销量达到了10000台。

海尔在短短一周内就设计并制造出了高度定制化的产品，而消费者在下单后15天内就收到了货。实际上，海尔是利用了淘宝的网站，让消费者通过使用阿里巴巴的C2B工具来设计自己的定制产品。此外，海尔还可以先收取货款，完成生产后直接交付，这缩短了资金回收时间（即投资者和企业家所谓的投资回收期），也降低了库存周转率。到2017年，定制产品已经占海尔总产量的50%以上。

4.智能供应链协同：以“淘工厂”为例

数字市场也在改变供应链，阿里巴巴在2013年推出的“淘工厂”平台就是这样一个例子。该平台上目前有40000家工厂为30多个行业提供服务。这些工厂都拥有“柔性制造”的能力，即快速调整装配线以适应客户需求的意外变化。在需求方面，品牌厂商和卖家可以发布自己的产品需求、交货日期和报价。在供应方面，工厂对订单进行竞标，提供免费样品，然后生产所需的产品。工厂会公开自己的生产计划，以便与待完成的订单进行匹配，从而减少闲置时间。此外，“淘工厂”平台还为交易提供了托管账户和争议解决机制。实际上，该平台已经形成了一条完整的供应链。

以服装为例，淘宝卖家定制每种款式的最低数量要求是30件。这种小规模、灵活的订单模式极大地降低了卖家的风险和成本，增强了它们的创新能力和将更多种类的产品推向市场的能力。为了促进卖家和工厂之间的协作，阿里巴巴设计出了一种数字解决方案，让卖家可以追踪将概念设计转化为实际产品所花费的时间。淘宝平台还允许客户购买30多种相关产品，包括服装配饰和包装。这样一来，淘宝卖家不需要开办自

有工厂也能出售自己的品牌和设计。

通过这个平台，卖家可以在短时间内迅速找到生产资源来满足大量需求。举例来说，Keyford是2018年国际足联世界杯官方吉祥物的独家授权生产商，该公司通过淘宝平台很快找到了30多家工厂，成功生产了100多个批次的吉祥物，并且将生产周期从2个月缩短至15天。

5.新的协同意味着更多的产品种类和机会

如图4.16所示，2010—2017年，得益于设计、生产和销售过程中新的协同，阿里巴巴平台上的品牌数量呈指数级增长。

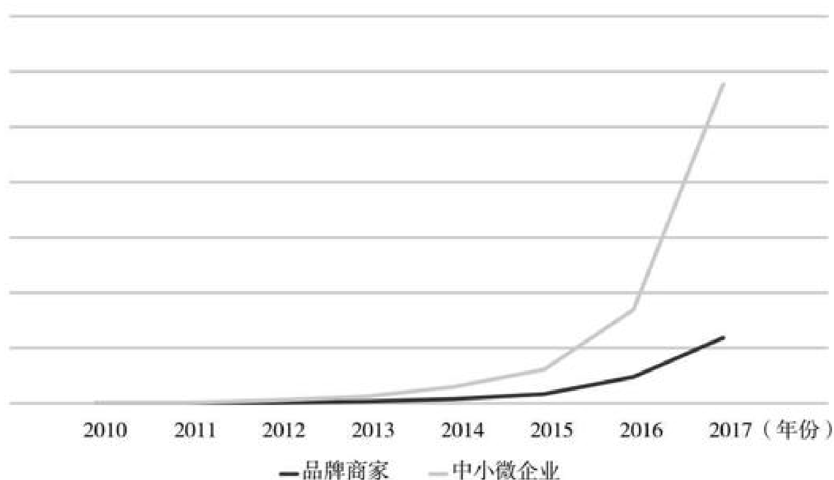


图4.16 2017年阿里巴巴平台品牌数量增长情况

资料来源：阿里巴巴。

注："品牌商家"涉及天猫，中小微企业涉及淘宝。产品品牌数量根据2017年销售额为正的随机产品样本计算，年份指产品上市的年份。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。

阿里巴巴与其他电子商务和金融技术公司的平台为充满活力的企业家及其员工创造了巨大的机遇。2003年，刚上线的淘宝网为个人提供了线上出售产品的机会。卖家注册为商家，变得越来越像成熟的企业。数字平台在运动器材、家居装饰、全球性产品和时装等领域都创造了利基市场，很多新品牌应运而生。随着这些市场的发展演变，很多新的就业

机会涌现出来，如工厂销售商、设计师、网络红人、专家“大V”、时尚潮流引领者、内容营销商以及定制服务提供商等。查尔斯·达尔文很有可能会对这些生态系统的快速演变产生兴趣（见图4.17）。

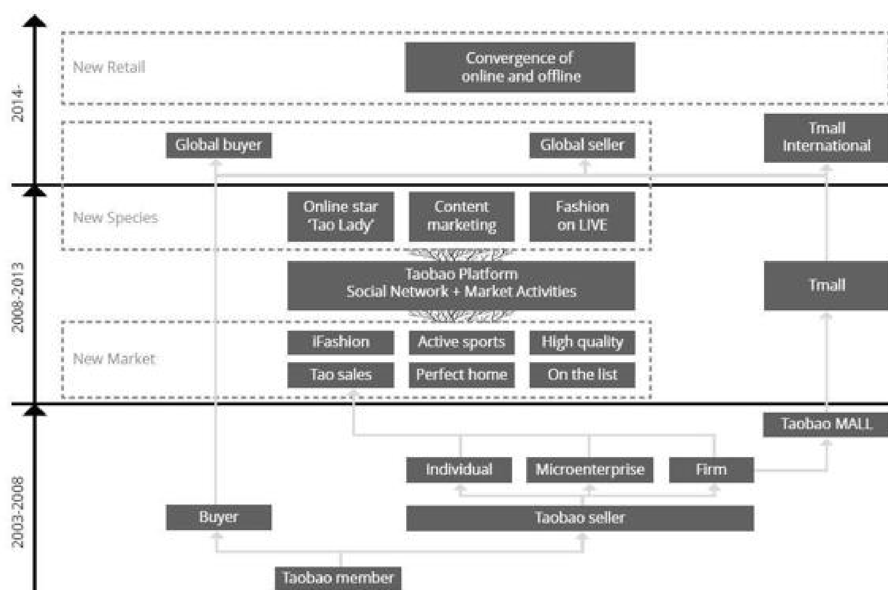


图4.17 阿里巴巴平台生态的演变概要

资料来源：淘宝，罗汉堂。

数字平台对初创企业的快速发展起到了促进作用，成立于2012年的“三只松鼠”就是很好的例子。2013年，该企业的在线销售收入超过了3亿元；2014年，这个数字超过了10亿元。2016年，“三只松鼠”开始在中国多个城市开设线下商店。2017年，该企业的客户超过了6000万，并计划开发名为“松鼠小镇”的综合商业体，以提供新的客户服务。

6.新市场和新增长路径

总而言之，数字平台能够通过以下创新方式建立数字市场：

•通过降低搜索和匹配成本，打破了时空限制。

•通过使用数字足迹和反馈，使买卖双方之间建立了信任。至关重要的是，买卖双方都能从新建立的信任中获益；它们既是建立信任的新方式的所有者，也是维护者。

•通过打破传统公司和市场的协调边界，双边平台带来了更多以客户为导向、灵活且高效的生产和供应链。

•通过为用户和生产商提供更丰富的产品、更多的选择，以及更多的新机会和新职位，数字平台能够实现前所未有的普惠性，特别有利于初创企业和中小微企业，使它们能够克服传统线下市场中很多看似无法逾越的信息壁垒。

•各种在线平台提供的数字技术具有独特的优势，有助于制定规则和条例，进一步扩大自由市场的范围、规模和力量，起到推动经济增长和创造大量就业机会的作用。你可以称之为“创造性破坏”，而我们更愿意称之为“创造性建设”。借用莎士比亚的名言就是：“玫瑰即使不叫玫瑰，依然芳香如故。”

罗斯（2012）曾说：“自由市场是可以在规则和制度下自由运作的市场。当我们谈论可以自由旋转的‘轮子’时，我们指的不是不与其他任何东西相连的‘轮子’，而是‘带有车轴和轴承的轮子’。我认为，就自由市场而言，这是一个很好的比喻。自由市场需要能使其运转良好的制度。”这正是数字技术对中国经济的贡献，并且，如我们在第五章中所说，全球最贫穷的经济体也能享受到这些好处。

相关研究1：市场摩擦经济学

我们的分析至少表明了一点：即使在宏观层面，我们也永远无法充分理解数字市场是如何创造新业务，从而创造和摧毁就业机会的。对于这些现象，经济学家已经研究了很多年。例如，在20世纪30年代，经济学家就对市场缺陷和无摩擦供需机制的失败进行了大量研究，并以此来解释现代劳动力市场是如何运作的（希克斯，1932；凯恩斯，1936；赫特，1939）。

在现代，从斯蒂格勒（1962）、麦考尔（1979）和菲尔普斯等人（1970）开始，宏观经济学家在他们的市场交换模型中引入了“摩擦”概念。摩擦使供给和需求无法达到均衡，从而无法使劳动力市场上的每个潜在劳动者找到工作。事实上，尽管劳动力市场上摩擦的存在稍稍偏离了传统理论，但其已被证明对市场均衡具有巨大且重要的潜在影响（戴蒙德，2010；莫腾森，2010；皮萨里德斯，2010）。劳动力市场上的一个特例就是威廉·贝弗里奇（1944）所预测的一种关系，被称为贝弗里奇曲线，它表明职位空缺和失业可以同时存在。如果将这种关系扩展至有摩擦的产品市场，那么它就意味着，商店中未售出的产品和消费者未得到满足的需求可以共存。正如皮萨里德斯（2010）所说，如果一个经济体能够通过适当的制度安排来降低搜索和匹配成本，它便能减少职位空缺和失业现象，让市场的运转更接近传统的无摩擦供需均衡模型，就像古典经济学家所主张的那样。

有趣的是，在撰写本书时，美国创造的就业机会已经超过了求职者的数量，尽管员工的工资和福利水平的提升速度比潜在的通货膨胀率还要高。这不是熊彼特（1942）所认为的那种会摧毁资本主义的“创造性破坏”。相反，正如我们所强调的那样，这是一种“创造性建设”，这是数字经济对中国的进一步快速发展许下的承诺，也是数字经济为全球新兴市场的腾飞带来的希望。

在关于搜索成本与市场均衡的文献中，一个重要的创新是匹配函数（皮萨里德斯，2000；佩特朗格罗和皮萨里德斯，2001）。匹配函数是一种很有用的函数关系，它表明了在以交易者数量方面的摩擦为特征的市场上，短时间内所能形成的有效匹配。作为一种建模工具，匹配函

数的优势在于，它以简单的函数表明了“黑箱”及其对市场均衡的影响。其他研究领域的经济学家同样熟悉这种函数关系，比如，企业的生产函数表明了技术的“黑箱”及其对产出的影响。

这种对摩擦的直觉可以被应用于数字技术。各种市场摩擦——有碍于提供位置信息、产品质量信息、不信任信息的因素——的减少，通常表现为匹配函数的技术性改进。这也意味着既定数量的买家和卖家之间的匹配数量增加了。因此，一个简单的论证就可以表明数字技术对市场均衡的影响：数字平台的引入对包含摩擦的市场的匹配函数产生了正向的技术冲击。

将皮萨里德斯（2000；2010）的动态劳动力市场框架套用在产品市场上，我们就可以生成图4.18，纵轴表示未售出产品的数量，横轴表示未得到满足的产品需求。买卖双方一直在积极寻求市场均衡，以使供应商掌握的未售出产品和消费者未得到满足的需求匹配起来。匹配函数决定了供需是如何相交的，它们在市场均衡中的共存关系即由贝弗里奇曲线表示，贝弗里奇曲线是一种凸向原点的函数，其与原点的距离与匹配函数的效率直接相关。数字技术的应用提高了匹配效率，使贝弗里奇曲线更接近原点。

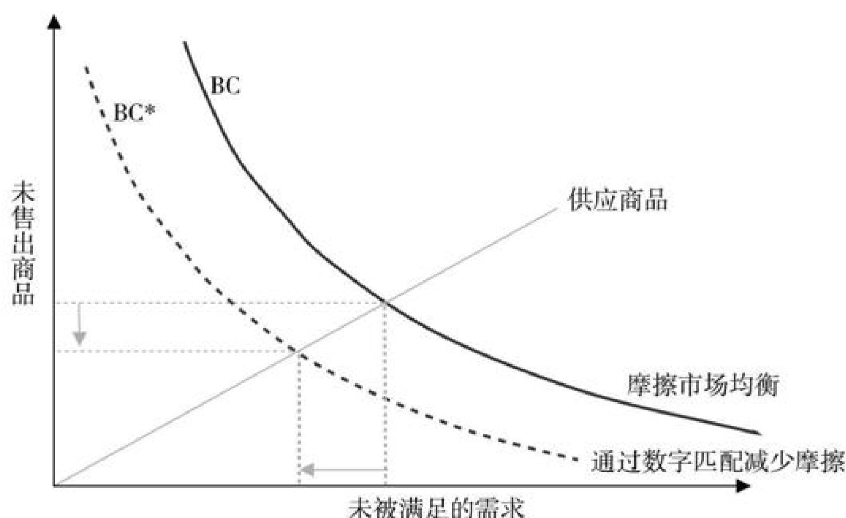


图4.18 有搜索和匹配摩擦的市场均衡

资料来源：模型来自皮萨里德斯。

为了找到使市场趋于稳定的那个点，我们需要说明有多少产品会进入市场以满足消费者的需求。我们可能会从原点开始，在第一象限中画一条45度的直线，用于表示卖方提供的产品数量与买方需要的产品数量是完全一致的。但皮萨里德斯（2000）表明，在有摩擦的市场中，这种关系更加复杂，因此，实际上这条直线不一定会将第一象限分为两个相等的部分。总之，这条直线将以正斜率穿过原点：没有需求，就不会有卖方进入市场；需求越多，卖方提供的产品就越多。在这些线相交的地方，我们会发现，在任何时间点，都存在一种动态的、不断调整的、受摩擦约束的市场均衡，而未售出的产品和未得到满足的需求可以分别从纵轴和横轴上读出来。

数字技术的引入会使均衡点向原点移动：未被满足的需求减少，未售出的产品也减少，市场仍处于均衡状态。这显然是对市场结果的一种改善。市场均衡在完全无摩擦的理想化市场中会坍缩至原点，即不存在未售出的产品和未得到满足的需求——在这一点上，无摩擦市场的供应等于需求。

总之，我们能够通过使用数字信息来减少劳动力市场的摩擦，这为哈耶克（1945）提出的去中心化市场机制的信息效率的开创性观点提供了新的思路。他认为，去中心化的市场能够比中心化的计划经济模式更好地处理信息，继而更有效地配置资源。但我们发现，信息不完全往往会导致市场失灵，这削弱了哈耶克的观点。不过，随着数字革命的到来，哈耶克的洞见焕发出了新的生命力：市场能够从数字平台这一新型“轮子”中受益，去促进无摩擦的市场去中心化，从而促进自由市场中买卖双方的深度协作。

简而言之，数字化已经迫使“创造性破坏”让位给“创造性建设”。

第五章 中国经验对全球的启示

大量证据表明，电子商务和金融科技在中国大部分地区的广泛传播有其微观经济基础。数字技术之所以能够迅速传播，是因为其成本极低，网络效应极强。在网络效应下，每个人对手机和互联网的使用都会为其他人带来好处。这些特殊性反过来又会使数字技术提供商迅速有效地解决那些阻碍新市场建立和发展的信息问题：将买卖双方进行匹配，监控买方的信用状况，将交易成本降至最低。

一个自然而然的问题是，其他发展中国家，特别是非洲和中东国家，能否在很大程度上复制这一成功？中国的经验有何独特之处？其他新兴和发展中经济体会从贸易中获益吗？

乍一看，答案并不清楚。显然，技术进步是普惠性增长的必要条件，但这还不够。中国取得的惊人成功源于其独特的环境。中国政府认识到数字技术蕴含着巨大潜力，能够推动快速和包容性增长，于是给予了大力支持。中国幅员辽阔，拥有大量希望参与数字经济并从中获利的人。

当然，其他国家可能无法实现中国如此之高的增长率：自1978年改革开放以来，中国的人均GDP年增长率超过了7%，这意味着中国人的生活水平每10年就会翻一番，数以亿计的中国人会摆脱贫困。大多数新兴国家不太可能在不远的将来实现如此持久的高速增长（见图5.1）。

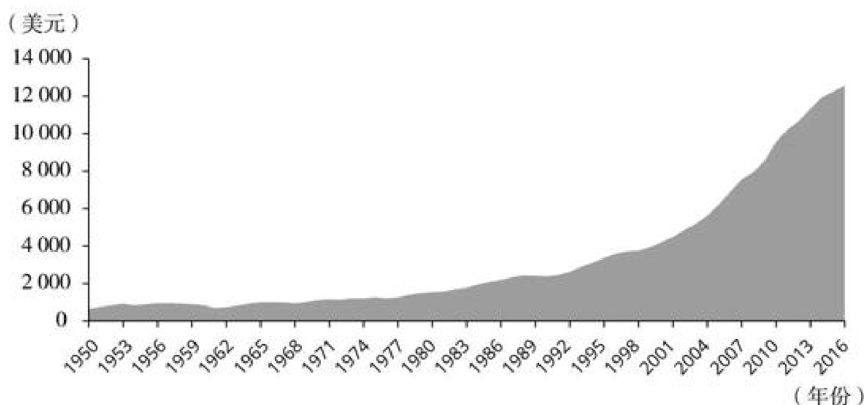


图5.1 1950—2016年中国人均实际GDP

资料来源：麦迪森数据库，2018年。

但是，每个国家都希望发展经济。有些国家在资源比中国少的情况下也实现了显著的经济发展。

事实上，中国与其他发展中国家的差距并不如人们想象的那么大。撒哈拉以南非洲国家是世界上最贫穷的国家，人口增速在全球也是最快的。这些国家未能从此前的几次技术革命中获益，面临的机遇和挑战与其他新兴经济体之前面临的机遇和挑战相似。

撒哈拉以南非洲具有巨大的发展潜力。预计到2050年，该地区现有的10亿人口将翻一番。2017年，在全球经济增长最快的10个经济体中，这一地区的国家占了5个（见图5.2）。2015—2017年，撒哈拉以南非洲有7个国家的经济增长率超过了5.4%。如果这些国家能够通过体制改革更好地部署数字技术，那么它们的经济发展将进一步加速。在这方面，我们观察到与新兴市场相关的一个共同事实是，这些国家正在同时经历第二次、第三次和第四次技术革命，中国和其他发展中国家都是如此。

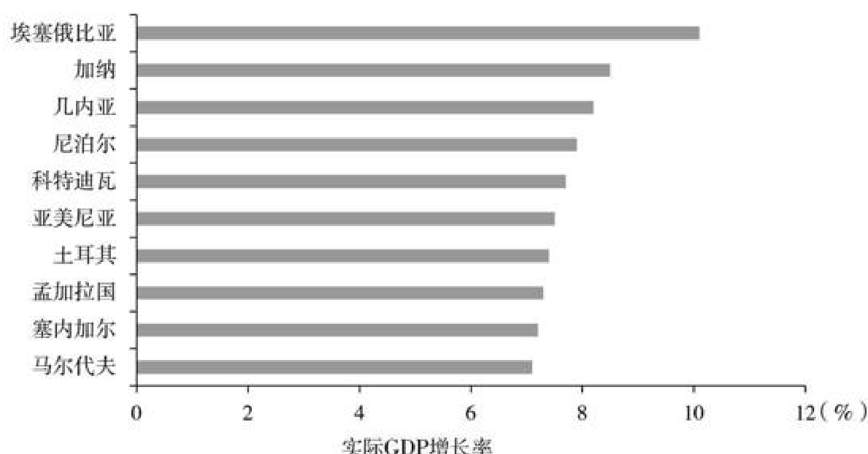


图5.2 2017年增长最快的十大经济体

资料来源：世界银行。

当然，电力供应仍然是一项艰巨的挑战。如果没有电力，获得数字

技术对全球近一半的人口来说仍是遥不可及的梦想（世界银行，2016；繁荣之路委员会，2018）。要想将这一梦想变成每个中国人的现实，中国还有很长的路要走，但与其他大多数发展中国家相比，中国离实现这一梦想更近一些。各国必须找到创造性解决方案，以克服各自面临的独特障碍。

不过，也有不少积极的因素让我们充满希望。在没有昂贵的电网和输电线路的情况下，廉价的太阳能电池可以为手机充电，将偏远地区的村民接入互联网（国际金融公司，2016）。对人力资本、基础设施和制度建设的投资是促使人们使用数字技术的进一步补充措施（联合国贸易和发展会议，2017；世界银行，2016；经合组织，2014。）

每个国家的决策者都可以从中国数字经济发展的经验中学到三个非常重要的经验：低技能门槛和低成本对数字技术的推广非常重要；完善制度性基础设施对商业非常重要；将本地数字生态系统融入更广阔的跨区域市场乃至国际市场非常重要。本章将首先探讨这些经验，之后提出三条成功之路。在此之前，让我们先从基础设施的最低要求开始。

对基础设施的最低要求

尽管北非和中地区东在短短一代人的时间内就大大提高了识字率，但整个非洲在实现全民扫盲方面仍然落后。1600—1800年是启蒙时代，当时欧洲西北部的识字率大幅提升，极大地促进了财富和收入的增长。同样，20世纪60年代以后，中国识字率的迅速提升也是中国财富和收入空前增长的一个主要因素（见图5.3）。

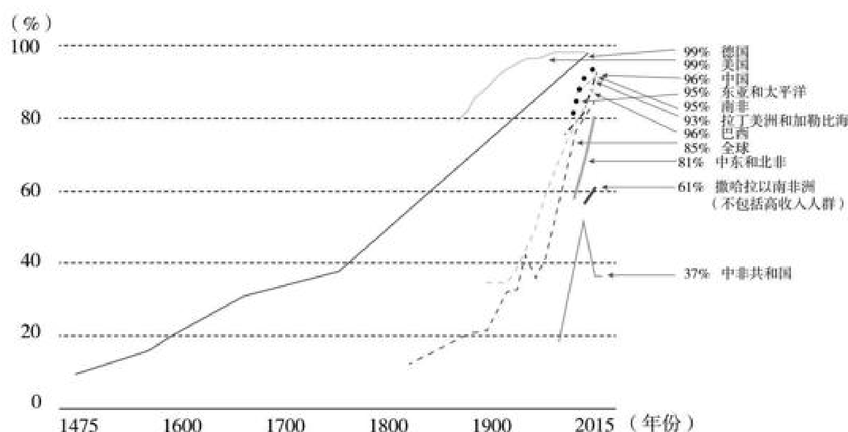


图5.3 1475—2015年各国、各地区识字率提高情况

注：识字率是指14岁以上人口中具有读写能力的人口比例，具体定义和测算方法因国家和时间不同而有所差异。

资料来源：用数据看世界，2019年。

正如我们在第三章中所述，在线教育为新兴市场提供了巨大而直接的机会，缩小了新兴市场与发达经济体的教育差距。但撒哈拉以南非洲的大部分地区缺乏启动在线教育所需的最基本的信息和通信技术基础设施。这里是世界上信息和通信技术的可及性和可负担性最低的地区之一。

互联网渗透率和识字率通常是密切相关的。目前只有少数海湾小国的互联网渗透率稍高于识字率（见图5.4）。

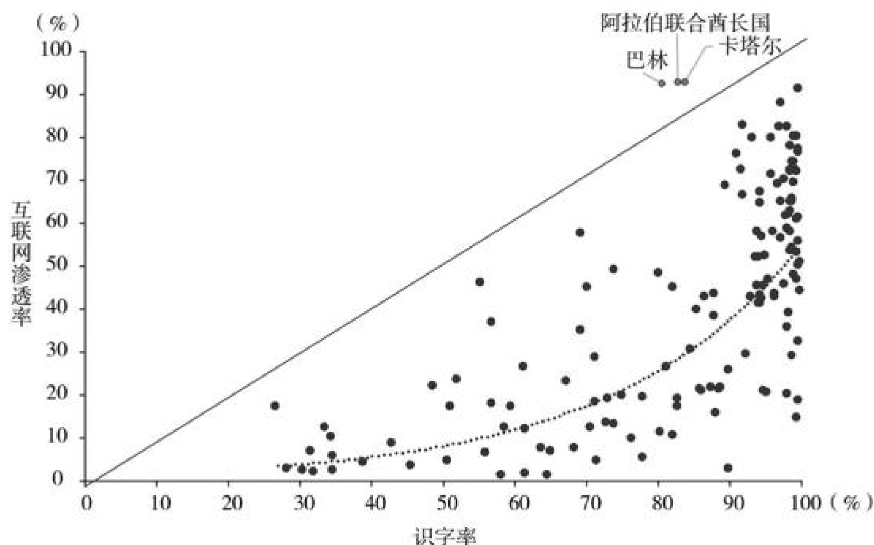


图5.4 2017年互联网渗透率与识字率的关系

资料来源：世界银行。

世界各国的宽带网络费用差异很大。中国的宽带网络费用并不是最低的，是韩国的5倍多，是英国的2倍多。但中国的宽带网络费用比加纳和摩洛哥略低，比肯尼亚、南非和尼日利亚低9/10以上，这些非洲国家的宽带网络渗透率在非洲处于中游水平。

宽带网络的费用与电子商务渗透率呈明显的负相关。几乎没有一个非洲国家的电子商务零售额超过零售总额的1%（见图5.5）。

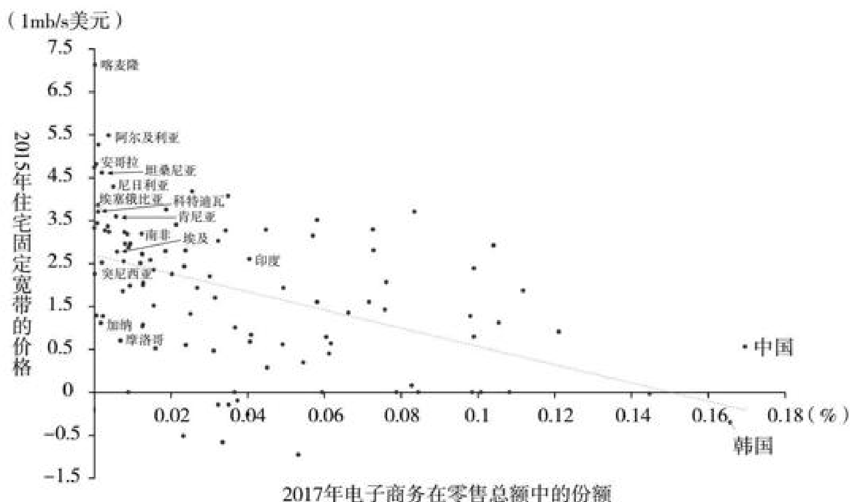


图5.5 宽带成本与电子商务比重的关系

资料来源：世界银行，2016年；欧睿国际，2018年；罗汉堂。

中国在改善农村地区宽带网络接入方面投入了大量资金。接入宽带网络的农村家庭从2010年的20%上升到了2017年的27%（见图5.6）。

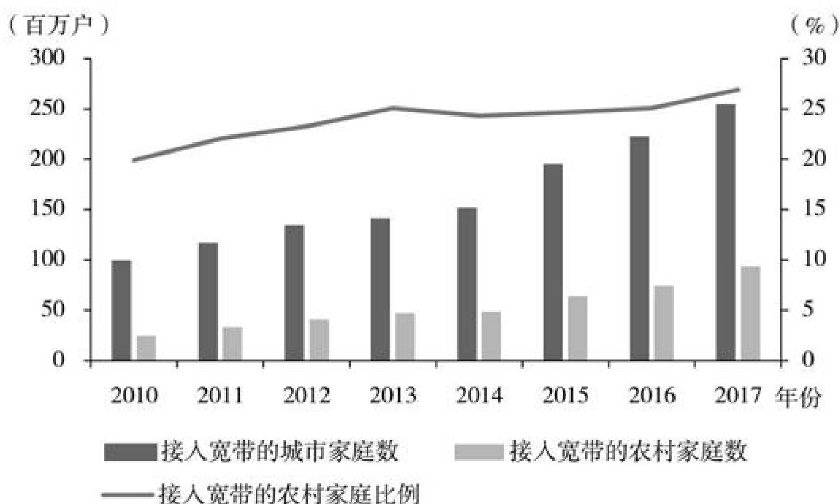


图5.6 2010—2017年中国城乡宽带接入水平

资料来源：中国国家统计局，罗汉堂。

上述讨论表明，提高识字率与改善信息和通信技术基础设施对技术渗透至关重要。鉴于这些挑战，我们可以从中国数字渗透率的快速提升中学习哪些新经验呢？

低技能门槛和低成本的重要性

中国的第一个经验是，充分利用数字技术的采用和部署所需的最低技能门槛。数字技术的部署还要求所需基础设施的成本尽可能低。许多发展中国家面临的困境是，当这种投资的结果不确定且短期内无法见效时，应该投入多少人力和物力。复利的力量意味着，投资效果越早显现，最终回报就越高。相对于回报高但需要更长时间才能获得回报的投资，回报低但很快可以获得回报的投资能更快实现经济增长（欧根·冯·庞巴维克，1888）。

这表明，每个国家都应该先关注成本低且能够提供即时高回报的数字技术。这并不是说投资有利于长期经济增长的基础领域不重要，只是意味着，一些资金可被用于发展数字技术，而教育、交通、电力等领域的投资短期内无法产生收益，将投资完全局限于这些领域可能会适得其反。

如前文所述，数字技术的有效推广只需要最基本的技能和网络连接。近几十年来，各国在降低文盲率方面取得很大了进展，使人们获得了进入数字时代所需的基本数字和阅读技能（见图5.3）。同时，数字技术的发展也会使技能门槛进一步降低，如人工智能和语音识别技术就有这样的效果。在未来，更先进的数字生态系统有望促使经济进一步蓬勃发展，而这些发展将取决于更高的识字率和支持性的基础设施。

撒哈拉以南非洲和非洲其他农村地区的宽带渗透率比中国低约25%，消除这一差距需要相当长的时间和巨大的投资。但我们有理由相信，这些地区很快就会取得巨大进步。如前文所述，数字技术的采用速度远远快于工业、交通、电气和通信技术的采用速度。

数字技术的采用和渗透都不仅仅取决于经济发展水平与信息和通信技术基础设施。根据现有的国家层面的数据，识字率超过90%似乎是电子商务大规模渗透的必要条件。然而，在非洲，移动支付的渗透率（每100名成年人中活跃的移动支付用户的数量）对国家整体识字率的依赖要小得多（见图5.7）。

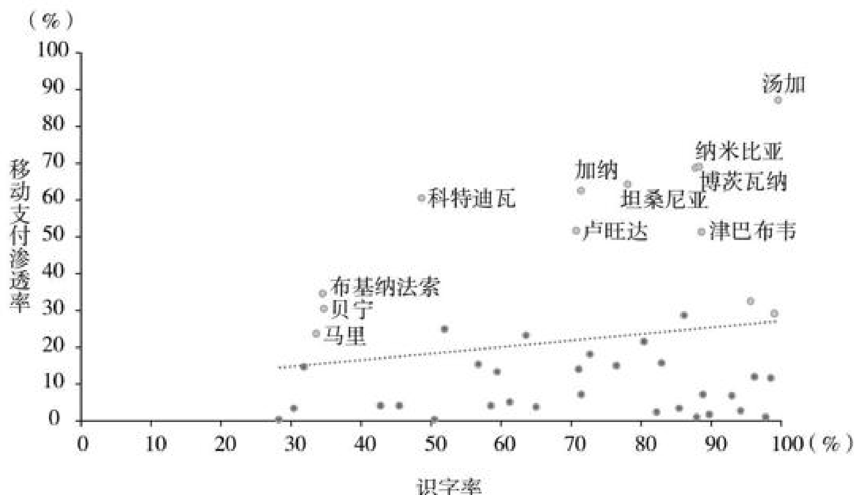


图5.7 2017年移动支付渗透率与识字率的关系

资料来源：国际货币基金组织，2017c；世界银行。

因此，对于移动互联网等数字技术，技能和文化水平最低的用户也可以使用。这在很大程度上解释了为什么电子商务和数字金融在中国如此繁荣。正如第二章所述，有相当多的证据表明，电子商务参与者的收入远远高于同等文化水平的非参与者。

事实上，“淘宝村”在中国的快速发展有力地证明了，在经济发展的早期阶段，对基础设施和职业培训的大量投资并非必不可少。以沙集镇为例，这个贫困地区摇身一变，成了家具制造中心，而电子商务制造商和零售商似乎是凭空出现的，因为这里最初既没有公路，也没有良好的管理或设计技能来支持高品质家具的大规模生产和销售。

但是，一个电子零售商的初步成功吸引了效仿者。他们的成功为地方政府改善交通和数字基础设施提供了税收支持。随后形成了一种良性循环：基础设施的改善刺激企业进一步提升技能，以发挥最新数字技术的最大效用，而这为政府进一步建设支持性基础设施提供了更多收入。

也许，最能够说明数字技术的低技能门槛的最好案例恰恰来自非洲。M-PESA是肯尼亚的移动运营商Safaricom于2007年创建的电子支付平台，该平台使移动贷款风靡各地。短短10年间，它就遍及肯尼亚，并进入了非洲和东欧10个国家。如今，该平台每年为3000万名客户处理超过60亿笔交易。这项服务占肯尼亚GDP的82%。

为了克服信息和通信技术的局限性，特别是慢到无法使用的移动互联网，M-PESA在现有基础设施的基础上进行了创新，提供了廉价的互联网接入。它依靠SIM卡而不是应用程序，为功能简单的手机提供金融服务和其他基本服务，从而使用户节省了购买智能手机的成本。M-PESA网点密集，仅在肯尼亚就有4万个网点，还覆盖了许多偏远的村庄。这种情况下，账户注册变得非常简单。

案例4：M-PESA

为了获得英国国际发展部的许可，帮助没有银行账户的人获得贷款，沃达丰启动了M-PESA，将手机作为储蓄与信贷合作社小额贷款的支付和还款工具。该公司很快发现，“获得贷款的人可以把钱转给几百英里外的其他人”。M-PESA启动之初，让肯尼亚人享受银行服务的想法对许多人来说是天方夜谭。该产品最终被改造成了一款汇款工具。直到今天，M-PESA的核心服务依然是汇款和收款（见图5.8）。

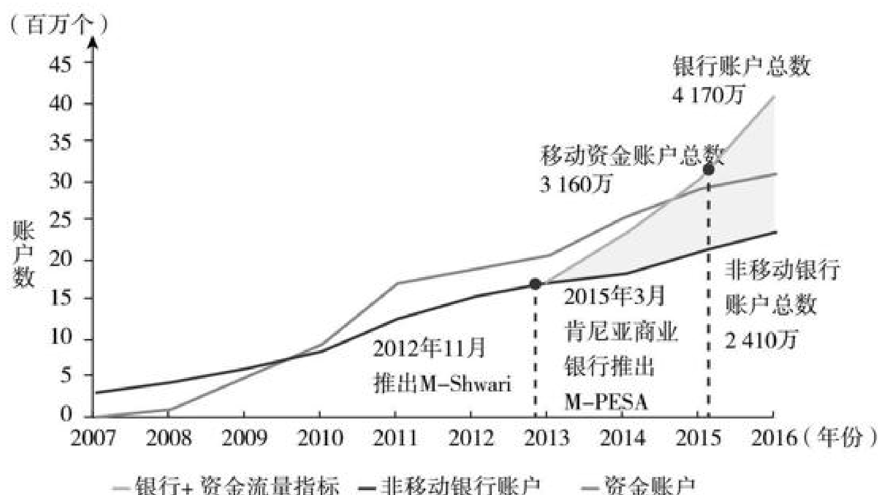


图5.8 2006—2016年肯尼亚银行和移动网络运营商账户总数

注：M-Shwari是肯尼亚电信运营商Safaricom联合非洲商业银行推出的一种支持小额存贷款的手机银行业务。

资料来源：世界银行扶贫协商小组《M-PESA时代的肯尼亚银行业》，2017年。

M-PESA的成功很容易被其他新兴市场复制，其中许多新兴市场的起始条件比2007年的肯尼亚更好。例如，许多贫困和新兴经济体的手机渗透率较高，获得传统银行服务的机会较少，这使得移动钱包成了创新融资的理想工具。

另外，肯尼亚的M-PESA比许多其他国家推出的移动电子货币平台

更成功，这得益于Safaricom巨大的市场份额、强大的品牌影响力，以及合理的网点分布使其移动钱包服务更可得、更值得信赖（见图5.9）。



图5.9 2017年肯尼亚移动服务市场份额

注：Equitel Money、Mobikash、Airtel Money、Mobile Pay均为肯尼亚主要的移动支付服务。

资料来源：肯尼亚通信管理局。

M-PESA上线不到三年，就拥有了近1000万用户，占肯尼亚成年人口的50%。它的代理商网络同样迅速扩张。Safaricom斥巨资建设了线下商店和售货亭网络，发展了代理商并与他们签约，还为他们提供了培训和激励措施，代理商网络由此发展壮大，几乎所有人都可快速获得代理商提供的服务。

继M-PESA上线后，第二大、第三大移动服务提供商也推出了自己的移动金融服务：Airtel开发了Airtel Money，YU Mobile创建了Yu-cash，Orange推出了Orange Money。这三项服务都模仿了M-PESA，但都没有M-PESA成功（沃恩等，2013）。如果没有庞大的网络作为支撑，M-PESA也不可能大获成功。

按照人均消费衡量，M-PESA已经帮助肯尼亚人摆脱了极端贫困。它提供的更多服务增加了肯尼亚人的日常开支，特别是在以女性为主导的家庭中。更准确地说，M-PESA不仅为肯尼亚人带来了贷款、储蓄和支付服务费用等方面的便利，还能减少因农作物歉收、干旱或健康问题造成的财务不确定性。通过M-PESA的支持网络，肯尼亚人可以在资金紧张时更快地收到付款。苏里和杰克（2016）发现，当代理商网络的密

度变大时，以女性为主导的家庭的储蓄增加了22%左右。

然而，由于缺乏一个生态系统来支持客户在线上进行所有可能的商业活动，肯尼亚仍然没有全方位的移动金融服务。2012年推出的M-Shwari是肯尼亚首款储蓄和贷款产品。这款前沿产品由Safaricom和非洲商业银行合作推出，其贷款无论期限长短，“撮合费”皆为7.5%，相当于90%的年化利率。2015年8月，肯尼亚政府终止了这种做法，为移动支付建立了正式的法律框架，禁止电子货币发行机构利用其信托资金赚取利息或任何其他财务回报，并强制要求这些机构将信托资金收益移交给慈善机构。

国际金融公司（2017b）的数据显示，肯尼亚的Musoni是世界上第一家完全以移动方式运营的小额贷款机构，只有16229名注册客户，其中74%是活跃客户。在活跃客户中，62%是女性。该机构也有一定数量的非活跃客户。

M-PESA和中国同类初创企业的巨大成功为我们带来了一个基本启示：低技能门槛在很大程度上促进了数字技术的渗透率。降低技能门槛应该是支持性技术基础设施建设的优先事项，对资源严重不足的经济体来说更是如此。

此外，硬件基础设施需要辅以软件基础设施，如以极低成本建成的通用数字身份识别系统。在中国，个人身份登记不再是一项挑战，但在许多其他发展中国家却不是这样。印度政府成功建立了全国数字身份识别系统，使13亿印度人无论贫富，仅凭自己的生物特征信息就能享受数字技术带来的各种好处。印度依靠人脸、指纹和视网膜特征建立了个人身份识别系统。印度唯一身份标识管理局成立于2008年，很快便为所有印度居民创建了唯一的“阿达哈尔号码”，这是一个基于生物特征和人口统计数据的12位身份识别码。现在，印度的贫民和其他弱势群体以及投资者，都能获得以前因为没有身份证件而无法获得的服务。随着个人生物特征与阿达哈尔号码的结合，用户不需要电话、银行卡或现金即可付款，这使许多创新应用成为可能。

适当的制度基础设施对商业的重要性

在经济和社会活动中，技术基础设施不会自动发挥作用。世界银行（2016）指出，“加强互联互通对减少信息不平等效果有限……在数字经济中产生和被消费的信息对数字技术的用户数量几乎没有影响”。

因此，在不同的应用领域（如社交网络、电子商务和数字金融），数字技术的采用和渗透可能存在很大差异，某些应用更容易获得成功。例如，数字社交网络似乎比网上购物更流行，因为电子商务需要更大的卖家生态系统，而卖家生态系统想要发展壮大，必须消除多种市场壁垒。

如何促进数字技术的应用？我们可以学习的第二个中国经验是，在使用商业基础设施的过程中，每一步都需要具体的技术解决方案和相应的市场机制。

正如第四章所述，商业繁荣依赖三大要素：搜索和匹配、合同执行、可信任的系统。虽然商业的性质没有改变，但需要重新建立商业基础设施，以便与数字技术兼容。

中国的电子商务并没有在互联网普及后立即一飞冲天。在支付宝的第三方托管服务大大缓解付款和产品交付过程中的信任缺失问题后，电子商务才驶入了快车道。随着市场协调在更多方面越来越数字化和透明化，强化业务协调的应用开始在网络上蓬勃发展，供应链管理应用便是其中之一。物流成本的急剧下降和可及性的提高，进一步加快了数字市场的一体化，随后出现的云计算和人工智能的广泛应用更是如此。

中国政府不仅为数字企业的发展创造了必要条件，还找到了适合本国国情的技术解决方案。以中国政府对数字支付的监管为例。支付宝和其他非银行支付方式最早于2004年出现，中国政府虽然对其进行了密切监控并提供了指导，但并未叫停相关创新，而是为数字支付技术的不断推进提供了发展空间。

要知道，在中国数字经济一体化的背后，是公共部门和私营部门的广泛合作，各方共同致力于为数字生态系统打造适当的治理和商业基础

设施。就公共部门而言，中国政府坚持不懈地推动数字基础设施的发展，为商业创新提供了广阔空间。就私营部门而言，数字平台在发现和推广普惠性技术方面发挥了关键作用，为所有人带来了许多实际应用。

相关研究2：中国的科技发展

中国过去40年的科技发展是中国历史转型的一个缩影：从计划经济转向市场经济，从封闭孤立的体制转向开放综合的体制，创新驱动的产品和服务取代了低价值的仿制品。在每个发展阶段，中国都有不同的战略重点和优先事项，但始终不变的是对战略规划的重视（兼具灵活性）和为实施这些规划而形成的强大的政治意愿和体制。一方面，这些规划要求增加投入，包括增加教育投入、提高政府支出、对私营部门采取货币和财政激励措施。另一方面，这些计划要求提高效率，包括确定优先事项、保护知识产权、改善政府采购制度、营造良好的研究环境、鼓励对外交流。

这些努力促使中国经济快速发展，产生了更强劲的新驱动力：

中国市场经济发展的第一阶段（1978—1998年），驱动力主要是通过改革研发体制和市场机制释放了研发能力。

第二阶段（1998—2013年）的主要驱动力是新型人力资源（大学毕业生增多）和引进的外国技术。

第三阶段（2013年至今）出现了新的驱动力：倡导大众创业、万众创新，有些行业逐渐跻身全球（销售和培训）前列。

中国对基础设施建设的投资促进了国内和国际市场的一体化。中国的高铁、航空运输和公路等基础设施的发展已经领先世界（见图5.10和图5.11）。

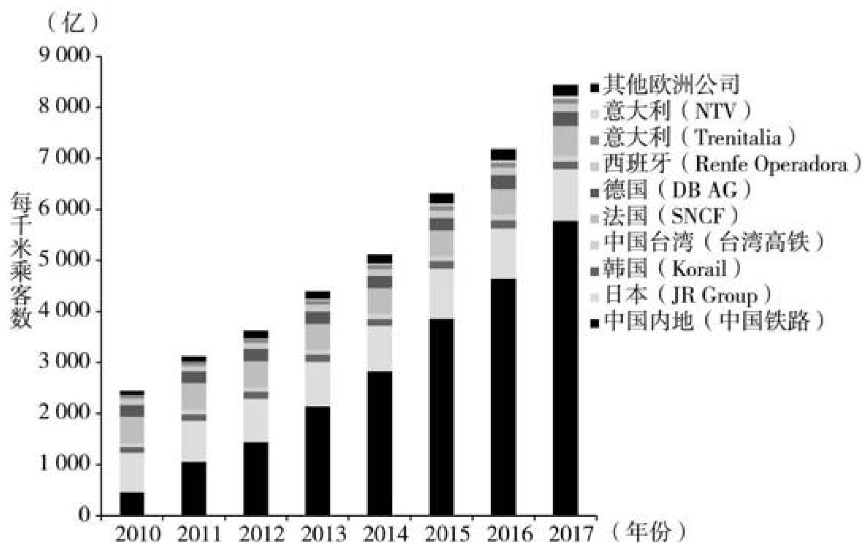


图5.10 2010—2017年各国或各地区高速交通客运量

资料来源：国际铁路联盟。

注：每个年份所对应的柱体由10部分（代表10个国家或地区）组成，这些组成部分的顺序如右侧图例所示。

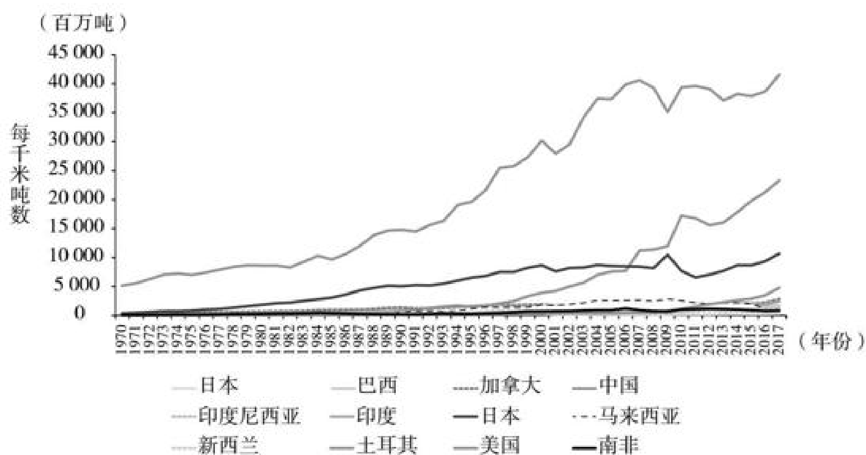


图5.11 1970—2017年各国或各地区航空货运量

资料来源：世界发展指标，世界银行。

发展基础设施有助于拓宽市场。事实已经证明，基础设施的快速发

展对欠发达地区非常有益。从图5.12中可以看出，中国欠发达省份的基础设施投资的增长幅度都比较大。

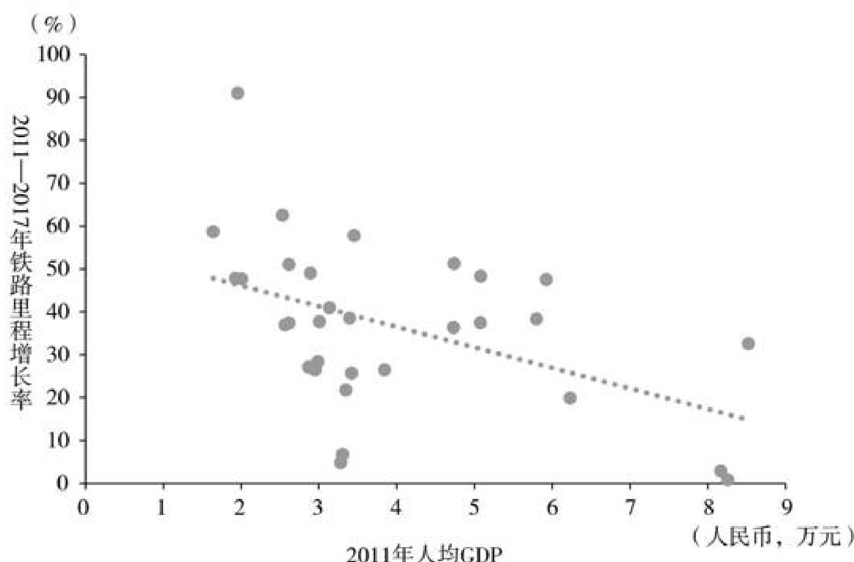


图5.12 中国铁路里程与人均GDP之间的关系

注：每个点代表中国的一个省或直辖市。该图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：万得资讯，罗汉堂。

许多国家还需要做更多类似的工作，对信息技术基础设施就该如此。在中东和非洲地区，购物者每年进行网购的次数多达11次，这与东欧地区的网购频率差不多，甚至还高于拉丁美洲地区（见图5.13）。但中东和非洲地区在全球网购业务中的占比却最低，大致仅占零售总额的1%。究竟是什么原因导致该地区绝大多数人都不接受网购呢？在一次调查中，高达28%的受访者说“网购太贵了”，而在全球调查中，大约仅有10%的受访者给出了这样的答复（见图5.14）。中东和非洲地区有多达19%的受访者表示自己无法进行网上支付（见图5.15）。

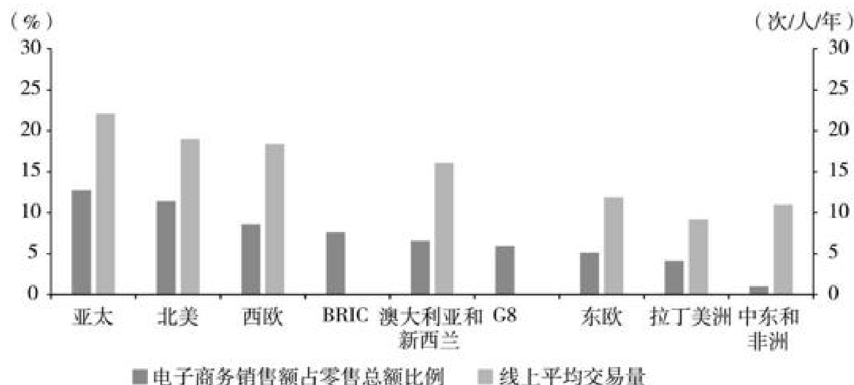


图5.13 2017年电子商务占零售总额比与网购频次

资料来源：欧睿国际，2018年；毕马威。

注：BRIC＝金砖四国，G8＝八国集团。

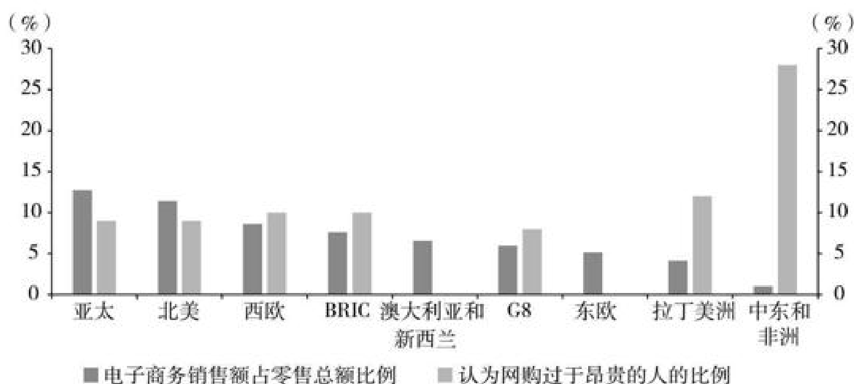


图5.14 2017年电子商务占零售总额比与人们对网购的态度

资料来源：欧睿国际，2018年；国际治理创新中心-益普索市场调查公司，2017年；罗汉堂。

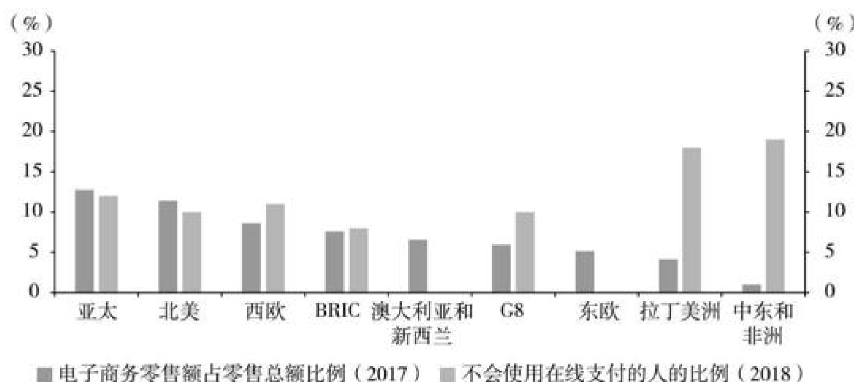


图5.15 2017年电子商务零售额占零售总额比例与人们对在线支付的态度

资料来源：欧睿国际，2018年；国际治理创新中心-益普索市场调查公司，2018年；罗汉堂。

除了信息和通信技术覆盖面窄以及支付能力不足外，许多非洲人因为担心被骗而不愿意进行网购。在尼日利亚，“钓鱼”欺诈很普遍，人们心有疑虑，不愿意将自己的凭证信息传到网上。很显然，截至目前，中东和非洲地区还没能像中国那样，具有能促进数字经济一体化的商业基础设施。

网购的渗透很缓慢，这一定程度上是因为传统的线下市场已经充分满足了消费者的需求。这是阿罗替代效应的又一例证（阿罗，1962）。人们很容易认为现有服务还不错，因此不愿接受数字技术支持的新服务，尤其是新服务仍在探索商业模式时。在需求侧，不管质量如何，消费者已经习惯了现有服务，如果要他们改变已有的习惯，就要承担调整成本。在供给侧，同样会有调整成本，因为现有供应商已经适应了现行的制度安排，往往倾向于拒绝改变。要克服这种惰性，往往需要政府有意识地做出努力，就像中国那样，鼓励人们尝试市场驱动的创新。

因此，数字技术要发展出具体的应用，就需要一系列软硬件基础设施。由于存在调整成本，经济发展水平较高的国家和地区未必就是数字技术渗透速度最快的地方。

根据九合创投公司（2017）的研究，印度的电子商务发展很快，要想实现进一步的发展，可能需要进一步降低物流成本、改善基础设施、普及在线支付。2017年，印度60%的电子商务交易依然是现金支付，即

采用货到付款的方式。早在2010年，印度就成功推出了支付软件Paytm，但网购的第三方支付还没有流行起来。即使出现了很多物流企业，印度的同城物流效率仍然远远低于跨城物流效率。根据世界银行的数据，在一般性交通基础设施方面，印度2016年的评分低于亚洲平均水平。印度线下零售业远比中国零售业分散，且主要以本地的小型零售商为主。这些小型零售商可能无法转向在线零售模式。所有这些因素，再加上强劲的经济发展，都表明印度电子商务和相关数字金融具有巨大发展潜力，但必须首先解决基础设施的问题。

以相对于数字“前沿”的差距来衡量追赶潜力，虽然中等收入国家的追赶潜力小于低收入国家，但前者往往拥有更好的基础设施，或许更能发挥普惠性数字化增长的潜力。1990年，世界银行认定了62个中等收入国家和43个低收入国家。自那时起，有82%的中等收入国家的增长率高于高收入国家，只有65%的低收入国家的增长率超过了高收入国家（帕特尔等，2018）。尽管如此，在将今天的“中等收入陷阱”转变成明天的“中等收入蹦床”的过程中，数字技术肯定发挥了巨大的作用，这表明改善信息技术基础设施和支持系统对低收入国家非常重要。

市场一体化的重要性

在电子商务和数字金融领域，中国已经成为全球的领跑者。毫无疑问，这得益于两个因素：中国人口众多，有将近14亿人；中国已经成为世界第二大经济体和最大的制造业基地。中国的经验对有50多个国家、人口超过11亿的非洲具有重大的启示意义。尼日利亚和埃塞俄比亚等较大的非洲国家的人口规模是否足以支持独立的数字经济仍有待观察，但对非洲大陆上40个较小的国家来说，形成某种形式的经济联盟可能更为紧迫。也就是说，人口规模较小的城市如果能很好地融入国际数字生态系统，就能避免遭受损失。在中国，人口较少的省份和人口较多的省份具有类似的电子商务渗透率（见图5.16a）。在其他国家，情况同样如此（见图5.16b）。

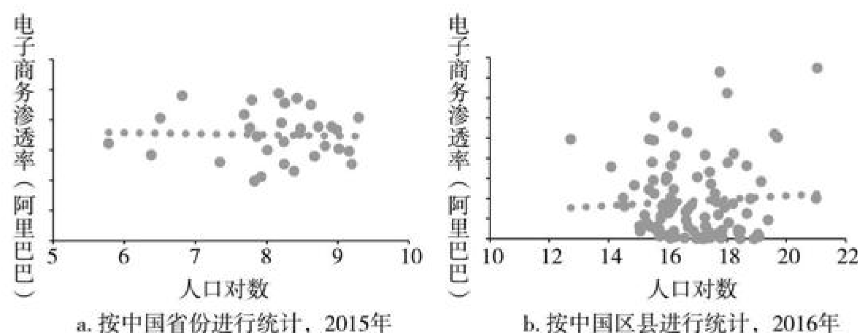


图5.16 电子商务渗透率与人口规模的关系

注：电子商务渗透率根据淘宝和天猫交易随机抽样样本计算。鉴于数据安全问题，纵轴隐去具体数值。上图未包括中国港、澳、台地区数据。

资料来源：淘宝，天猫；中国国家统计局；世界银行，2018年；欧睿国际，2018年；罗汉堂。

回顾过去，中国也曾面临自身市场一体化的问题，尤其是在其经济发展的早期阶段。20世纪90年代，地区保护主义就是新兴的汽车产业实现规模经济的一大挑战。许多省市都把汽车行业作为自己的支柱产业，因而偏袒当地的小公司。而现在，数字公司和数字生态系统中的所有参

与者都理所当然地认为中国是一个统一的市场，只需要一套法规、标准和商业规范，因而在整个国家内部，劳动力、信息、资本、商品和服务流动方面的市场摩擦都降到了最低水平。至少在某种程度上，印度等一些国家也是如此。

此外，更大的市场规模为更多的利基参与者创造了空间，多个平台的共存为新参与者和新平台的出现创造了更多机会。所有这些变化都有助于提高市场效率、改善市场竞争和促进市场创新。因此，非洲的市场一体化应当成为政策议程的首要关切，因为它不仅会产生直接的普惠性增长红利，还会刺激整体经济的增长，促进更急迫的市场一体化方面的改革。最近的跨境研究表明，更自由的数据流动能够刺激服务的跨境交易（费拉卡内和范德马雷尔，2018）并提高企业的生产率（费拉卡内等，2018）。

最近的几项公共部门倡议令人振奋。例如，《非洲大陆自由贸易区协定》就不啻为一项重大发展。在非盟的斡旋下，55个非盟成员国中的44个已经在2018年3月签署了这一协定。市场一体化可以是不同层次的一体化，包括全球、大陆内部和特定区域，如东非地区。在可以预见的未来，区域市场一体化和与世界其他地区的一体化可能迎来更加光明的前景。东盟金融技术网络等区域一体化计划也为该区域提供了有益的试验。像尼日利亚这样较大的市场可以作为区域集团的中流砥柱，促进数字平台和数字生态系统的蓬勃发展。

可以肯定的是，如果处理得当，较小的国家将会具有明显优势，而且特别适合尝试一些新的想法。然而，就整个非洲而言，要想建立一个适合私营部门大展拳脚的统一市场，还有许多结构性改革有待实施，包括制定共同的标准、同步监管要求、精简清关手续、消除贸易和通信壁垒以及发展跨境运输和物流基础设施（马迪奥，2008；切鲁，2002；希夫等，2003；亚雷泰，1998）。

在这些领域，私营部门的解决方案已经开始出现。在2016年的杭州G20峰会上，由阿里巴巴集团提出的eWTP（电子世界贸易平台）得到了G20国家的认可。这是一种新的公私合作行动计划，是一项由私营部门牵头，汇集了众多利益相关者的倡议，目的是营造更自由、更具创新性和普惠性的国际贸易环境，消除中小企业面临的贸易壁垒，促进跨境贸易。2017年3月，马来西亚加盟该平台，成为首个海外合作伙伴。2018年10月，该平台在卢旺达设立了第一个非洲中心，并且扩充了平台名称

eWTP中“T”的内涵，变成了4T：贸易、旅游、培训和技术。

数字技术的发展路径

从中国的数字技术渗透经验中获得的一条重要启示是，降低技能门槛至关重要，可以为所有人创造学习机会，建立新的连接和协调机制，承担和管理风险。

具体而言，数字经济的普惠性增长之所以能获得成功，首先是因为公共部门和私营部门之间建立了一种健康的关系，其次是因为公共部门鼓励私营部门进行试验，最后是因为公共部门支持数字平台的发展。

一、公共部门和私营部门的协同

要发展数字经济，就要清楚地了解公共部门和私营部门的作用，对任何一种发展路径都是如此，对数字经济来说尤其如此。公共部门必须发挥什么作用？这取决于其能否营造友好的监管环境，而后者又取决于其能否正确地预测私营部门会如何应对不断变化的市场环境。

人们普遍误解了中国政府在数字技术发展和传播方面所起的作用。与中国改革开放40多年的经历一样，新兴的数字经济不仅由私营部门开创和推动，而且由公共部门提供了关键性支持，包括营造有利于竞争的监管环境和发展高效的基础设施等。

在中国欠发达地区电子商务发展的每一个阶段，从农村到制造业、服务业，再到产业集群的完善，都是私营部门在遇到瓶颈时主动出击。反过来，基层公共部门也在努力消除各种壁垒，并积极为私营部门下一阶段的创新以及资本、技术和人力资源投资奠定基础（见图5.17）。

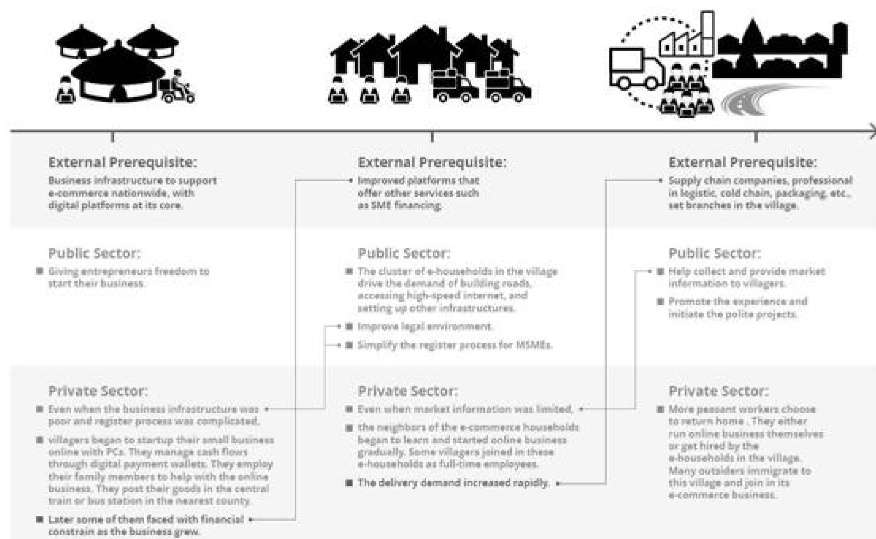


图5.17 典型“淘宝村”发展三部曲

资料来源：罗汉堂。

二、试验和最佳实践的广阔空间

数字技术是新生技术，发展非常快。因此，对于数字技术的采用和渗透，政府需要鼓励人们进行尝试和试验，这就意味着要勇于面对风险和失败。中国政府特别成功的地方在于允许创业者进行尝试和试验，特别是在电子商务和金融科技领域。

究竟什么模式适合非洲和中东地区呢？没有放之四海而皆准的模式。新的数字技术已经让人们对传统的发展模式，即所谓的“雁行模式”产生了怀疑，怀疑这种发展模式是否仍然是经济发展的唯一途径。

非洲大陆上的每个国家都有其特定需求。世界上没有成功的唯一模板。但让数字技术成为国家和区域发展的组成部分，肯定是取得成功的关键因素之一。中国在数字技术的采用和渗透方面取得成功的最重要原因之一是，中国有能力将发展新技术作为国家发展进程中的优先事项。如果说农村就业和工业化是重要的发展目标，那么中国“淘宝村”和“淘宝镇”的经验可以成为值得复制的有趣模式。地方政府首先必须仔细考虑需要解决的关键问题，例如，技术的采用是否滞后、人们是否缺乏相应的

技能、是否有轻微的腐败，然后再决定采取什么行动。地方政府肯定会从培训中受益，如使用第三章所说的阿里巴巴开发的系统。既然数字技术和经济一体化对普惠性增长必不可少，那么积极地推动区域性和全球性的贸易协定，发展具有良好数字商业基础设施的经济特区就是未来的优先事项。

除了建立适当的监管框架以鼓励私营部门创新外，充分利用外部知识和经验对非洲同样非常重要。以经济复杂性指数衡量，很多非洲国家的内部增长能力远不及同一发展阶段的亚洲国家（楚，2017）。有人认为非洲经历了过早的“去工业化”，与中国崛起为世界最大的数字技术硬件制造大国形成了鲜明对比（罗德里克，2016）。因此，即使考虑到数字技术的技能门槛较低，非洲国家也比处于同一发展阶段的东亚国家需要更多帮助。

给非洲带来进步和希望并不是当今世界唯一的任务。世界上很多国家在采用数字技术并从中获益的竞赛中落后了，而在每个国家内部，有很多机会有待开发。但是，非洲确实是下面将要讨论的最大一片“蓝海”，我们迄今探讨的所有启示在不同程度上适用于世界其他地区。

三、数字平台的关键作用

平台企业是数字增长的核心，值得特别关注。这类企业在经济体中的地位迅速上升，对我们的日常生活产生了巨大影响，已经引起了广泛关注，特别是在“垄断”力量和个人数据隐私保护方面。这些问题确实值得认真关注，我们将在第六章展开讨论。然而，目前尚未获得应有关注的问题是平台企业在促进熊彼特式竞争方面发挥的独特而关键的作用，这也将在第六章中被探讨。熊彼特式竞争是指通过创造新产品和新生产方法来降低产品价格以及推出各种创新产品和服务的竞争，它已经帮助数以亿计的中国人和其他地方的人摆脱了贫困。正如我们看到的那样，经济一体化和普惠性通常与数字平台，而不是其他部门或其他社会经济环境具有天生的适配性。

即使在缺乏成熟的数字基础设施的地区，以数字平台为中心的生态系统也可以在促进普惠性增长方面发挥关键作用。就像“新零售”业务中的线上线下整合一样，这种以本地线下网络作为辅助力量的模式正是成

功的秘诀，可以在其他新兴市场中被复制。实际上，中国很多小额贷款机构已经与平台企业展开合作，为更多农村地区的企业和消费者提供了方便快捷的低成本融资服务。正如尼日利亚研究人员提到的那样，在提供贷款时，中国领先的金融科技企业通常使用3万~10万个数据点对消费者和商家进行评估。尼日利亚的Lidya等金融机构一般仅使用100个数据点进行信用评估。在很难获得高质量、连贯数据的地区，100个数据点已经算得上是相当牢靠的数据集了（路易斯，2019）。

建立新的市场和推行“蓝海战略”是促进平台业务快速增长的一种可能方式（金姆和莫博涅，2014）。“蓝海战略”就是同时追求差异化和低成本，以开辟全新的市场空间，创造全新的需求。这种战略的实质是开创和抢占还没有人争抢的市场空间，从而使竞争变得无关紧要。事实上，“蓝海”主要是由边缘群体和弱势群体占据的。这也是为什么淘宝在其发展初期，经常被戏称为“被遗忘之人和绝望之人试图出售被遗忘的剩余产品的市场”（曾鸣，2018）。那些因为太穷、太偏远、太陌生而无法被服务的人，现在成了有利可图的客户。那些下岗失业、穷困潦倒或被认为不适宜与人共事的人，如今找到了融入正规经济的出路。那些规模太小或者不太正规的企业，现在对金融机构来说也是有利可图的。

平台企业的崛起，也许是数字时代最令人振奋的消息。随着时间的推移和必要的基础设施的完善，这些平台及其参与者将更能体会到这种“造性建设”带来的各种好处。在更具支持性的监管环境有助于创业者充分利用新的数字技术的情况下，更是如此。这样，它们就能在“蓝海”深处找到更富饶、更具普惠性的栖息地。

前文已经说过，数字技术帮助数以亿计的人摆脱了贫困，为文化水平最低、技能水平最低的社会群体提供了机会；显著地促进了两性平等；帮助了弱势群体，使他们能够进入市场；为政府创造了收入，使其能够提供原本无力负担的社会安全网。随着新一轮数字技术浪潮的到来，以及创新和结构性改革的持续进行，即使在数字技术尚未渗透的领域，人们也有很多理由感到乐观。

当然，在数字技术发展进程中，并不是每个人都是赢家。特别令人担忧的是老年人。前文提到过，对于熟悉互联网的人来说，智能手机上的网购应用程序变得更加简单流畅了。然而，许多老年人仍然无所适从。在未来，这些数字技术设备可能会使用自然语言而不是通过“点击”来帮助人们挑选商品和下单，从而为那些因实体商店的消失而深受其

害的老年人扫除障碍。

从历史上看，全球经济增长留下了许多后遗症，加剧了一些地区收入和生活水平的不平等，而把另一些地区抛到了后面。这一过程可以一直追溯到导致“大分流”的第一次工业革命。随着技术和制度创新的全球化和扩散，“大分流”开始得到了纠正（鲍德温，2016）。虽然许多国家内部的不平等状况日益恶化，但自第一次工业革命以来，全球的收入不平等状况已经首次开始好转。数字技术的传播改善了数百万人的生活，为人们提供了进入一体化全球市场的机会，这在以前是无法想象的。因此，我们有理由预期，在今后的几十年里，随着数字技术的进一步传播，全球不平等状况将进一步好转。

第六章 理解和应对难以预见的挑战

尽管数字革命已经取得了各种进展，前景光明，但它也面临着意料之外的挑战，必须妥善应对。纵观历史，每一次技术革命都会为回报更高的投资和报酬更高的工作创造长期的机会。然而，数字技术浪潮中既有赢家也有输家，特别是在新技术的影响发挥作用之前。

正如熊彼特（1942）所预测的那样，这种“创造性破坏”——资本主义经济的激烈竞争所造成的商业和就业机会的丧失——有时伴随着社会和政治上的巨大不确定性和焦虑感。那些面临投资损失、技能过时和失业风险的人完全有理由对技术革命忧心忡忡。如果想维持社会和经济的平稳健康发展，政策制定者和创新者就必须解决这些问题。

但是，技术进步也要求政府允许企业在竞争中失败。维持“僵尸银行”和失败企业（该银行的贷款对象）将降低宝贵资源的利用效率，阻碍经济发展。在日本（自20世纪90年代起）和欧洲（自2008年起）经历的增长停滞中，支持“僵尸银行”和失败企业的政策是罪魁祸首之一，阻止了有望获得成功的企业的崛起（卡巴莱罗等，2008；阿查里雅等，2019）。

不过，政府也不能任由失败的投资者及其技能过时的员工自生自灭，而是要帮助这些人，让他们在一个具有自我毁灭倾向、残酷无情的“美丽新世界”（赫胥黎，1932）中拥有竞争力。

我们从技术创新的历史中学到的一条具有普遍意义的教训是，必须正确理解技术创新的机遇和风险，以便充分利用技术创新带来的好处，同时尽量降低可能无法逆转的伤害，最终实现温和的而不是迅猛的经济增长，同时保持政治稳定，为经济发展创造有利条件。

我们并不希望淡化处理技术创新的负面影响。接下来我们将讨论数字技术对就业、竞争、平等和个人隐私保护的潜在不利影响以及由此所引发的普遍担忧。但在开始讨论之前，我们必须先对现有证据做出准确评估。

数字技术与就业

一、定义问题

人们对自动化和人工智能的担忧愈演愈烈，担心这些技术会大规模取代人工。但值得注意的是，美国的失业率在2018年11月达到了3.7%，创1969年以来的新低，就业机会超过了求职者的数量。自第一次工业革命以来，人们对机器取代人类的担忧反复出现，但实际上每一项新技术都提高了生产率，使数百万人摆脱了贫困，并未对就业造成持久的不利影响（莫基尔等，2015）。然而，许多评论家认为这次不一样。仔细审视既往事实，厘清过去到底发生了什么，应该可以为这样的讨论提供些许有益信息。

二、探寻证据

1.技术革命和人口增长并未导致失业率上升

自第一次工业革命以来，全球人口和劳动力供应出现了空前增长。人类历史最早可追溯至260万年前，但截止到18世纪，全球人口从未超过7亿。然而，在工业革命之后的200多年间，全球人口暴涨逾10倍，于2017年达到了75亿。自1990年首次有相对可靠的全球失业率数据以来，劳动年龄人口增加了近20亿，而全球失业率始终稳定在6%左右（见图6.1）。

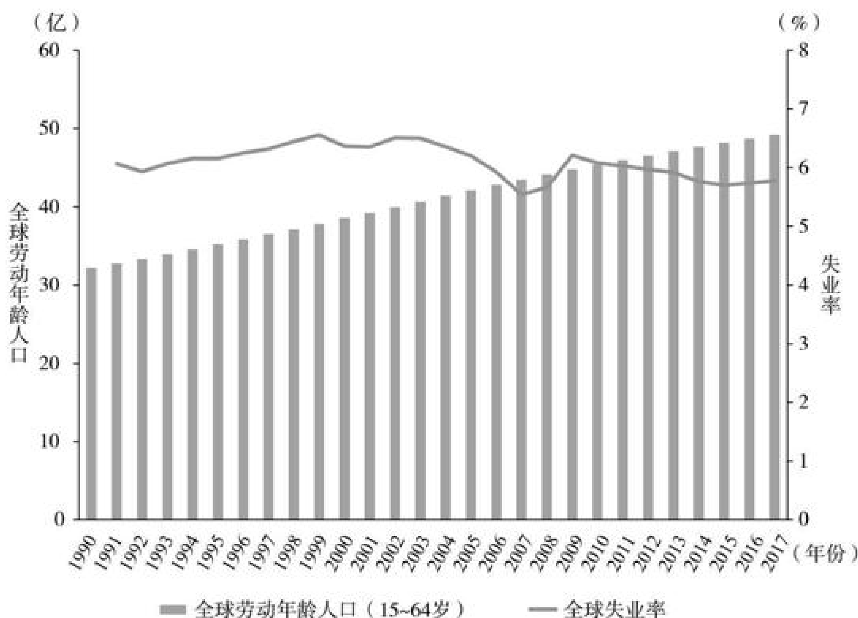


图6.1 1990—2017年全球工作人口和失业率

资料来源：世界银行，世界货币基金组织，罗汉堂。

尽管工业化时代早期的统计数据可能有些问题，但多项经济研究表明，以往几轮技术革命并未导致失业率上升。原因显而易见：无论技术进步的程度如何，劳动力市场都会进行自我调节，使失业率回归均衡状态，不过前提是要保证自由竞争和没有破坏性的刚性规定，如过高的最低工资标准、其他干预市场的政府法规、过高的税收以及影响人们再就业积极性的福利转移，也不能有原料和产出方面的强力垄断，因为这会阻碍劳动力和资本流向能创造最大价值的领域。

在经济衰退时期，工资可能必须降至非常低的水平，才能达到“凯恩斯均衡”。这时候，政府是允许劳动力市场在短期内以较低的工资水平运行，还是插手干预，冒着失业率上升的风险抬高工资水平，而非采取财政和货币刺激措施把所有人救出火坑？这是事关社会选择的问题。

没有哪个国家承受得起国内大量劳动力长期失业。即使政府采取的政策适得其反，持续的高失业率也非常罕见，因为社会有自我纠正的能力，这体现在几个方面：政权更迭，如美国前总统克林顿著名的竞选口号“笨蛋，关键在于经济！”；防止出现动荡的结构性改革，如德国哈茨

改革；在没有进行结构性改革的情况下，就业机会转移到统计机构无法统计的非正规市场，哥伦比亚和其他拉丁美洲国家就是如此。

尽管如此，对技术革命影响就业的合理担忧仍不容忽视。截至目前，我们已经看到生产率较低、收入较高的工作被机器取代或消灭了。在19世纪和20世纪之交，亨利·福特的汽车流水线生产模式使得成千上万的马车生产者失业，虽然他们的工作被淘汰了，但新生产模式也创造了大量的就业机会，将美国汽车工人的工资提高到了每天5美元（按通胀率调整后，相当于现在的每天126美元，每小时15.75美元）。然而，20世纪初的工人平均工资仅为每天1.5美元（按通胀率调整后，相当于现在的每天38美元，每小时4.75美元）。对比一下，历史工资的平均水平远低于现在工资的平均水平。

也可以研究一下早期“数字技术”的微小演进所产生的影响：拨号电话使美国电话接线员的数量从1956年的755万降至现在的不足1万，而保住工作的电话接线员的时薪为18.47美元（美国劳工部和劳工统计局）。这个例子表明，当机器可以比人类更好地完成一项工作时，对劳动力的相关需求就会枯竭，即使不需要支付劳动者报酬。尽管如此，就整体经济形势而言，就业率随后出现了大幅攀升，美国和世界上其他很多地区都实现了充分就业，而且工资水平有所提高。

在历史上，机器每夺走一个就业机会，就会有至少一个生产率更高、报酬更高的新就业机会出现。然而，有些人担心这次不一样——机器学习将改变游戏规则，人工智能会使更多人失业（哈拉里，2018）。诚然，未来充满不确定性，没人确切地知道事情将如何发展，本书作者同样如此。

不过，从现有证据来看，我们可以做出一些有根据的猜测，并探讨一些可能出现的问题（也可能不存在），以应对数字技术对劳动力市场的渗透。

2.截至目前，全球自动化并未导致失业率上升

没有证据表明，因全球自动化的加速推进而消失的就业机会超过了它新创造的就业机会，进而导致了失业率上升（世界银行，2019）。1990—2017年，全球机器人出货量增长了4倍多。在全球自动化水平最高的国家中，只有瑞典的失业率略高于世界平均水平（见图6.2）。作为

全球数字技术采用速度最快的国家之一，中国的失业率仅为4%，与美国相差无几。这些数据至少能在一定程度上缓解其他国家对机器人导致人类失业的担忧。

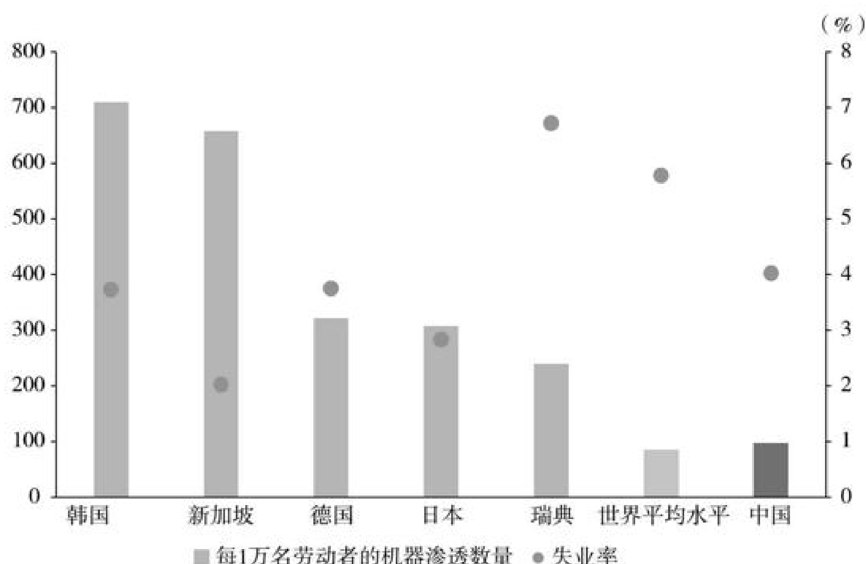


图6.2 2017年机器人渗透率和失业率

资料来源：世界银行，国际机器人联合会，罗汉堂。

不过，如果更深入地探究机器人对当地劳动力市场的影响，就会产生一些合理的担忧。虽然相关研究尚处于起步阶段，但有一项研究发现，在每千名美国劳动者中每增加一台机器人，就业率就会降低0.18%~0.34%，工资也会减少0.25%~0.5%（阿西莫格鲁和雷斯特雷波，2017）。另一项研究发现，在16个欧洲国家中，工业机器人的应用不仅提高了人均劳动生产率和附加值，还提高了工资水平和全要素生产率，同时并未对总工作时长造成显著的不利影响（格雷茨和迈克尔斯，2018）。在德国，没有证据表明工业机器人的应用导致了就业机会整体减少，但似乎导致了就业机会向服务业转移（多思等，2017）。机器人替代了部分中级技能、较年轻的劳动者，但尚未对工资水平造成影响（基亚基奥等，2018）。这些研究表明，新技术对劳动力市场基础结构的影响是非常复杂的。需要对此进行更多研究，才能充分了解自动化带来的全部影响。

请注意，这些研究衡量的是机器人这一特定数字技术在行业内部的

微观经济效应。阿西莫格鲁和雷斯特雷波（2017）写道：“机器人的影响不同于提升了整体生产率的其他信息技术资本的影响……”的确，如上文所述，数字技术，尤其是信息和通信技术，已经在宏观经济层面对工资和就业产生了显著的积极影响，这一点在新兴市场中尤为明显。越来越快的网络连接对就业率产生了明显的积极影响，甚至对低学历劳动者的就业率也如此。在12个非洲国家，几乎没有就业机会被机器人取代（约尔特和波尔森，2019）。这得益于高技能岗位的就业率提升以及更加激烈的竞争、更大规模的出口和更高的生产率。

在许多新兴市场，较低的“单位劳动力成本”所产生的正面溢出效应（技术进步促使单位劳动力的产出增加，这降低了单位产出的平均劳动力成本）足以抵消新技术对劳动力的任何替代效应。对12个亚洲新兴国家的一项综合分析表明，2005—2015年，在劳动力需求保持不变的情况下，机器与信息和通信技术的采用使就业率降低了66%，而更低的产品价格导致消费者对商品和服务的需求上涨，就业率随之提高了88%。这足以抵消数字技术对就业的负面影响，并带来额外的就业机会（亚洲开发银行，2018）。

我们认为，数字技术催生了新的商业模式，带来了之前无法想象的就业机会（布林乔尔夫森和麦卡菲，2014）。电子商务和零工经济的兴起，让人们可以更自由地选择工作时间和工作地点（卡茨和克鲁格，2019），这极大地增加了劳动力的供给和需求，使数亿人摆脱了贫困。

也就是说，数字技术浪潮中既有赢家也有输家。与人类所知的其他发明一样，数字技术的快速采用和渗透为劳动力市场带来更多“扰动”，使那些无法适应新技术的人陷入了困境，但这次的情况与以前的工业革命和通信革命完全不同。工业革命和通信革命使某些职业整体消失了（如马车生产者和电话接线员），使那些无法获得必要技能去从事生产率更高、报酬更高的新工作的人，无法享受到新技术带来的广泛好处。

而我们现在看到的“创造性破坏”势必会淘汰现有的人力和物质资本。如果政府不采取干预措施，帮助人们学习必要的技能、从事报酬更高的新工作，受影响的家庭就会遭受重创，社会就会陷入动荡。为此，我们需要回答一个越来越重要的问题：如何构建能适应技术变革的人力资本，即重塑教育和培训系统？必须承认的一点是，这一问题还没有令人满意的答案。

工作性质的快速变化带来了严峻、复杂的经济和社会挑战，这关乎劳动者的权利和就业环境，其中与就业保护相关的政策改革已经被提上议事日程，旨在帮助劳动者跟上工作性质变化的步伐，有许多工业化国家都在研究解决这些问题的最佳方法（世界银行，2018；卡茨等，2018）。

相比购置成本和维护成本较高的工业机器人，技能门槛相对较低的数字技术更适合发展中国家的劳动力市场环境。这是因为数字技术对当地就业和工资待遇的直接负面影响很小，甚至没有影响。但通过正规教育和培训来开发人力资本的速度通常较慢，往往需要经过几代人的时间才能完全发挥其潜力，因此，新兴国家的政策制定者也应该密切关注本国面临的挑战。这些国家必须要有所准备，在劳动力市场问题变得难以驾驭之前就着手解决。

总而言之，有可靠的证据表明，数字技术用生产率高、报酬高的就业机会取代了生产率低、报酬低的就业机会，从而对就业产生了积极影响。由于数字技术降低了生产成本，经济得以扩张，自动化和非自动化任务对劳动力的需求均有所上升，这种情况在服务业中十分常见，因为机器人的编程和运营仍然依靠人力。由数字化水平的提高带来的资本积累也会提升对劳动力的需求。数字化程度的提高往往会提高生产率和工资水平，拉升对劳动力的需求，而不是导致人类被取代（阿西莫格鲁和雷斯特雷波，2017）。

与此同时，我们并不知道数字技术是否在非自动化经济部门中创造了更多的间接就业机会，也不知道教育和培训能否跟上新技术所导致的劳动力市场的结构性变化。在这些方面，还需要进行更多的研究，以便发现数字技术蕴藏的更大机遇，制定相应的政策使技术创新更具建设性而不是破坏性，即便是短期的破坏性。政策制定者应该始终牢记凯恩斯的箴言：“从长远来看，我们都已死去。”

案例5：中国和美国的零售业就业情况

电子商务是数字技术渗透速度最快的领域之一，我们将更仔细地审视电子商务对零售业就业情况的影响。

零售业经历了四个发展阶段（埃里斯曼，2017）：

•零售1.0：以夫妻店的形式经营的本地杂货店主宰着本地零售业。在20世纪的零售2.0革命期间，许多此类杂货店被取代。

•零售2.0：目录商店和大型百货商遍布美国各地，提供了各种各样的产品，这一阶段以美国蒙哥马利·沃德和西尔斯百货的兴起与杂货店的衰落为标志。

•零售3.0：以沃尔玛和山姆会员店为代表的超市和仓储式会员店兴起，加剧了竞争，削弱了当地商店的市场影响力。在美国，仓储式会员店和超市于20世纪80年代开始大量涌现。随着竞争的加剧，许多本地商店倒闭，零售业生产率在1987—2007年提高了一倍，价格则大幅下降（豪斯曼和李柏泰格，2007；投资百科）。

•零售4.0：电子商务创造了新的零售业态，即线上零售。线上和线下销售的结合有助于改善消费体验和降低零售价格，从而降低所有人的生活成本。

美国正从零售3.0转向零售4.0。而在中国，零售2.0、零售3.0和零售4.0同时存在，这导致了以下结果：超市和仓储式会员店逐渐取代传统的杂货店和百货商店；电子商务在全国范围内迅速崛起；电子商务以平台形式运行，将超市、仓储式会员店、杂货店、百货商店统统整合到了一起。

这些趋势对销售和就业有何影响？近年来，美国零售业的就业机会有所增加。随着就业机会向电子商务领域转移，新创造的就业机会远远多于被消灭的就业机会。2007—2016年，电子商务行业创造了12.43万个就业机会。电子商务从业者的年增长率大大高于零售业（见图6.3）。2007年12月—2017年6月，电子商务每周为消费者节省6400万小时的购物时间，这些节省下来的时间转而被用于其他创收活动（曼德尔，

2017）。

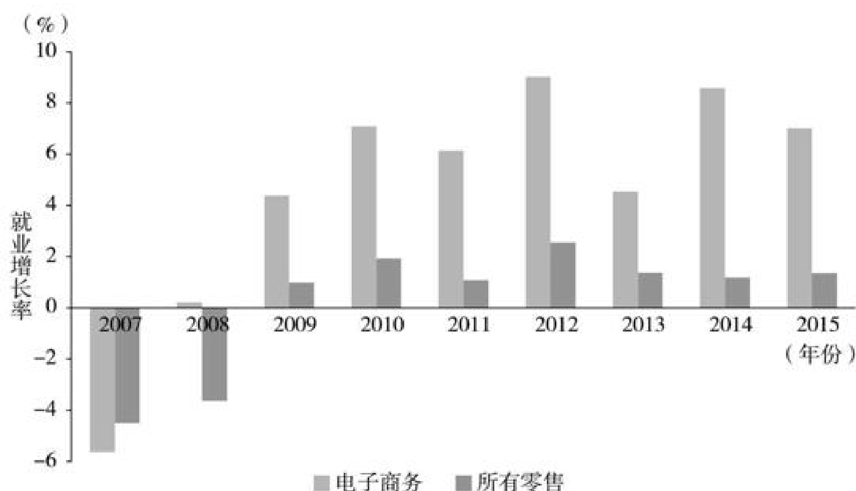


图6.3 2007—2015年美国电子商务和零售业就业人数增长率

注：电子商务就业是指电子购物和邮政公司的就业；根据美国劳工统计局的分类，普通零售就业计入所有的零售相关行业就业。

资料来源：埃尔卡·托佩伊，2018年；美国劳工统计局。

2013—2016年，美国创造的就业机会尤其引人注目（见图6.4）。在这段时间里，美国的电子商务和一般零售业总共创造了37.3万个就业机会，大致相当于美国零售业在20世纪90年代最辉煌的三年（1997—2000年）中创造的就业机会之和。

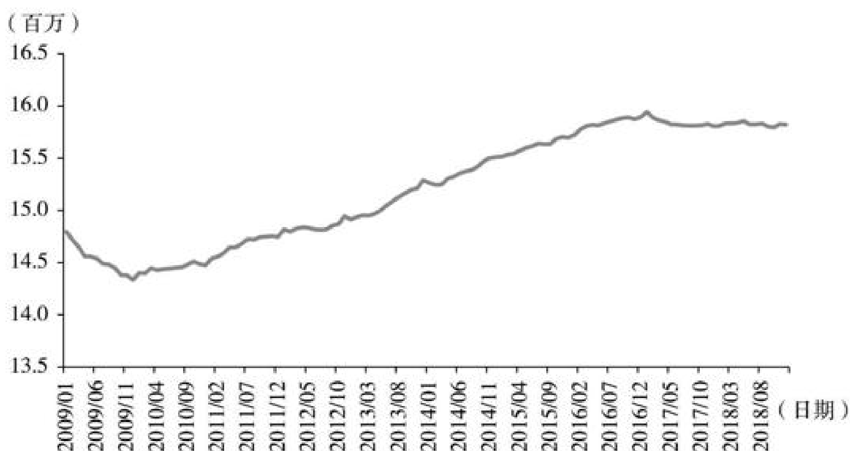


图6.4 2009—2018年美国零售业就业总人数

资料来源：美国劳工统计局。

2005—2017年，美国零售和批发业以及普通仓储和邮政服务业的就业人数稳步增长，从2556万人增加至2704万人（见图6.5）。这主要是因为更多样化的产品和更低的网购成本导致消费者对零售服务的需求增加。

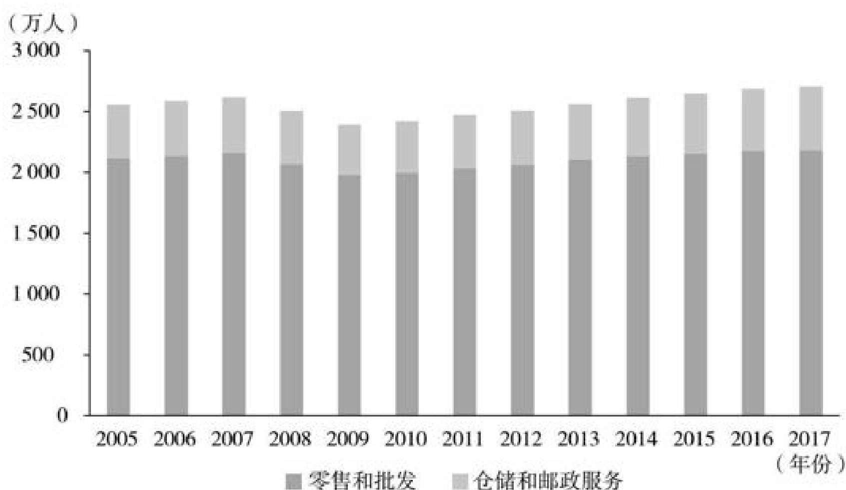


图6.5 2005—2017年美国零售及相关行业总就业人数

资料来源：美国劳工统计局。

2005—2017年零售和批发业以及普通仓储和邮政服务业的就业实现了更强劲的增长。同一时期，电子商务兴起，竞争变得更加激烈。中国零售和批发业以及普通仓储和邮政服务业的就业人数从980万增加至2000万。这些行业的就业人员分别增加了349人万和664万人（见图6.6）。零售和批发业不仅创造了新的就业机会，还提高了薪资和福利待遇（www.chinabriefing.com）。这得益于中国中产阶级的壮大以及可支配收入和总体消费水平的提升。由于相关行业的快速发展，新增加的就业机会和收入抵消乃至超过了就业和替代效应。

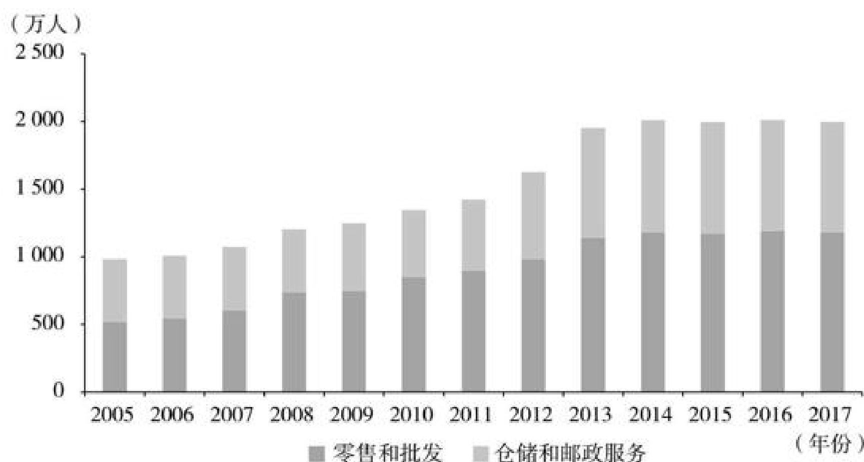


图6.6 2005—2017年中国零售及相关行业的总就业人数

资料来源：中国国家统计局，罗汉堂。

数字时代的竞争政策

一、促进竞争的原则

数字平台能产生直接网络效应和间接网络效应。直接网络效应是指网络对每个用户的价值会随着使用同一平台的其他用户的数量的增加而上升；间接网络效应是指网络对其中一方（如买家）的价值会随着另一方（如卖家）数量的增加而上升（罗契特和梯若尔，2003和2008；阿姆斯特朗，2006）。如第五章所述，数字技术边际成本低和技能门槛低的特性放大了这些网络效应。每个用户同时成了平台的生产者和受益者。实际上，数字平台与一体化市场高度类似，覆盖的地理范围越广，相互关联的生态系统越大，对社会的价值就越大。

但这些平台如何影响竞争呢？相对于更具竞争性的系统，这些平台是否会变成垄断者，抬高价格，减少产品多样性呢？为了理解这一问题，我们需要先审视竞争政策的几条一般原则。

首先，竞争政策的目标是确保公平竞争，防止市场影响力被滥用，而不是惩罚赢家、保护输家。在美国，竞争政策的焦点是保护消费者，而不是保护想赢得消费者青睐的企业。如果一家公司的市场主导地位源于比竞争对手更低的价格、更好的产品，那么这家公司根本不需要惧怕反垄断机构。但如果该公司利用其市场主导地位和雄厚的财力干扰市场的正常运转、阻止其他公司争取自己的客户，那么它就要当心被反垄断机构找上门。

如果新进入者在公平竞争中失败了，且赢家是因为向客户提供更好的服务而胜出的，那么输家不应该指望反垄断机构搭救自己。竞争政策的制定者和执行者不应该为输家兜底，应该允许它们被更有效率、更有创造力的公司打败（瓦里安和夏皮罗，1998）。这样的失败其实是一种胜利，有助于通过竞争来保护消费者利益和促进整体经济的发展。

其次，正如梯若尔（2014）所说，竞争政策的范式是丰富而复杂的，除了规模和市场份额外，还涉及许多其他考量因素。“统计公司数量或其市场份额，只能大概知道市场上是否存在竞争。”各个行业均有其特

殊性。“相应的，经济学家往往主张通过一事一议或者‘合理分析规则’来解决反垄断问题而不是采取严格的‘本身违反规则’。”通过提高效率、降低成本、提高产品多样性、增加产品价值而取得的市场主导地位具有积极意义，反垄断和其他公共政策应该加以鼓励。

整个生态系统的覆盖范围和影响也应该纳入考量，对双边平台来说更是如此。新进入市场的小平台和成名的大公司都会利用网络效应和非对称定价策略，如只向某些用户收费、不向其他用户收费，来服务客户。梯若尔（2014）表示，“监管机构不能把标准的反垄断观念生搬硬套到不适用的地方”。

最后，竞争政策的重要标准之一是可竞争性，即市场新进入者可以在公平竞争中超越现有竞争对手。竞争政策应该确保消费者能够自由选择，市场是可竞争的。效率相同或更高的新进入者会对现有企业构成威胁，这有助于促进创新、拉低价格，为消费者提供更多选择。这种威胁会迫使现有企业提供更好、更有创意的产品和服务，维持甚至增强自身竞争力，而这些产品和服务是防范潜在进入者的必要条件。

可竞争市场的关键特征是新进入者可以采取“打了就跑”的策略（德姆塞茨，1968；鲍莫尔，1982）。必须允许高效率的竞争对手能够顺利进入市场，它们面临的障碍应该仅仅来自现有竞争对手的更高效率，不是任何的人为障碍。同样重要的是，必须允许现有企业在公平竞争中捍卫自己的利益。

二、探寻证据

根据上面提到的原则，电子商务市场中关于竞争的一些主要事实值得重新审视。某些数字行业的市场集中度很高。例如，谷歌占美国在线搜索市场63%的份额。亚马逊一直占据主导地位，能更好地满足消费者对低价的高质量服务的需求，以至于市场正快速接近一个临界点，即在亚马逊网站上花钱购物的消费者超过了其他所有零售商的消费者数量的总和（伦顿，2018）。在欧盟，近45%的网站仅拥有欧盟10%的流量，而覆盖了所有欧盟国家的不足1%的网站，拥有近50%的流量。

如此之高的市场集中度使一些人认为，平台正在扼杀有效竞争，就像百年前的敛财资本家一样。有人呼吁采取更加严厉的反垄断政策，拆

分最大的那几家公司。他们的主要理由是，数字平台用其获得的海量数据，在自己周围构筑了牢不可破的“护城河”。有人认为，这些数字平台利用巨大的网络效应形成了“赢家通吃”的市场格局，导致了权力的垄断和滥用。

在评估数字平台对社会的总体影响时，有几个问题需要解答：“赢家通吃”是假设还是事实？作为中间人的某个数字平台是惠及了所有人，还是只为自己创造了更好的发展机会？高市场集中度会不会损害消费者的利益、妨碍公平竞争？消费者是否同时在使用多个平台，因此平台的规模和大小其实并不能作为垄断的衡量标准？

中美两国的情况值得分析，而中国的情况尤其具有启发性。在中国，虽然电子商务发展迅速，但有越来越多的公司参与竞争，这表明可竞争性处于健康水平。我们发现，中国金融科技领域出现了两大趋势。一是非银行支付行业的竞争十分激烈。二是无论就支付量还是资产管理规模而言，传统金融行业仍然占据主导地位。然而，金融行业正变得越来越具有竞争性，金融产品和服务的价格降低了，从业者工资提高了，这使数亿用户受益。传统金融行业还与金融科技公司开展了越来越多的合作。

问题并不在于现有主导者的所谓“垄断力量”（用效率优势以外的其他力量将潜在对手排除在市场之外），而在于缺乏具有创新能力和能够让新商业模式成功落地的新进入者。政策制造者没必要想方设法打破现有的“垄断”，应该基于效率优势和消费者满意度来营造一个公平竞争的环境。政策制定者应该制定规章制度，鼓励“来自新产品、新技术、新供应来源、新型企业的竞争……竞争力并非源于现有企业的利润和产出，而是源于其根基和生命力”，培育“产业突变过程，它不断地从内部革新经济结构，即不断地破坏旧的，又不断地创造新的结构”（熊彼特，1942）。

美国的情况同样表明，在数字经济领域，大多数行业很难形成“赢家通吃”的格局。在过去20年中，许多大型互联网公司都运营着专注于内容的数字平台以吸引观众户，并向广告商出售对内容的访问权限。然而，以受关注程度来衡量，领先企业的起起落落正体现了数字经济领域的剧烈变化。在每年排名前10的网站中，1996—2006年有9家网站跌出榜单，2006—2011年有6家，2011—2016年有3家（见表6.1）。

表6.1 独立访问量排名前10位的网站

	1996 年 1 月	2006 年 1 月	2011 年 1 月	2016 年 1 月
1	美国在线	雅虎	雅虎	谷歌
2	WebCrawler.com	MSN-Microsoft	谷歌	脸书
3	Netscape.com	Time Warner Network	微软	雅虎
4	雅虎	谷歌	脸书	微软
5	Infoseek.com	易趣	美国在线	亚马逊
6	Prodigy.com	亚马逊	Ask Network	美国在线
7	Compuserve.com	Ask Jeeves	Turner Digital	Comcast NBCUniversal
8	UMich.edu	Myspace.com	Viacom digital	CBS Interactive
9	PrimeNet.com	New York Times Digital	Glam media	苹果公司
10	Well.com	Viacom Online	CBS Interactive	Mode Media（Glam Media）

续表

注：在2013年之前，ComScore（美国一家全球性信息服务提供商）的网络媒体资源排名仅基于个人电脑端的访问量，在2013年之后，则基于个人电脑端和移动端的访问量相加。

资料来源：ComScore。

在线预订平台同样面临着激烈竞争。虽然不同平台的市场份额起伏不定，但没有明确的迹象表明市场份额正在向少数平台集中。包括爱彼迎、猫途鹰、亿客行、好订网（Hotels.com）、普利斯林（Priceline.com）在内的所有平台都没有破产倒闭，没有迹象表明预订短期住宿的消费者正在向某一个平台集中。

数字经济具有两大独有的特征：一是，参与市场竞争的数字平台通常提供的是差异化产品；二是，属于平台一方或多方的客户可以同时使用不止一个平台。这两大特征使得竞争长期存在，几乎不可能出现某家企业长期占据主导地位的局面。

我们并没有探讨与竞争相关的所有维度，也很难说掌握了相关公共政策的全部影响，但比较肯定的是，目前的讨论错误地聚焦于平台规模，而不是平台的动态竞争要素。事实已经证明，这些竞争要素对社会大有裨益。另外，数字信息的力量基于互联互通和彼此合作，而不是相互隔绝和竞争到你死我活。为了避免做出草率的、在经济和政治上适得其反的政策选择，正确权衡平台的利弊非常重要。

一系列积极的政策方向值得考虑。正如梯若尔（2014）提到的，参与性反垄断程序也许可以应对目前的一些监管挑战（见图6.7）。另外，监管沙盒可以作为试验场，用来测试和培育那些不在现有监管法规的适用范围内但能促进竞争的新商业模式。专利池和数据协作策略的范围和程度也值得探索。

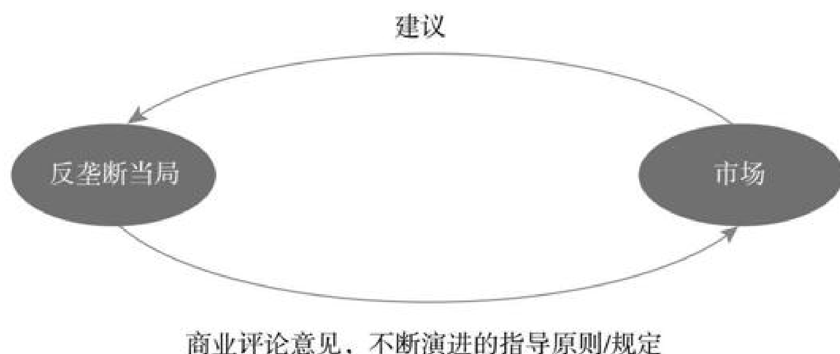


图6.7 优化参与性反垄断的程序

资料来源：让·梯若尔于2018年10月10日在TSE发表的主题演讲。

数字技术与隐私保护

一、定义问题

隐私权是指“个人决定自身哪些信息可以被他人所知的权利”（韦斯廷，2004）。在所有社会中，隐私权都是公民的一项基本权利，因为它有助于保持个人自主权，释放因扮演社会角色而产生的压力，提供一个可供自我评价的安全空间。最重要的是，隐私权有助于保持相互信任的亲密关系和巩固彼此的社会联系（韦斯廷，1967）。社会受益于个人的心理健康、个人的创造性成果以及强大的社会网络。经济同样受益于这些因素，因为如果通过挖掘大量的数据，在当事人不知情的情况下揭示出其“既存状况”，则很多交易，尤其是涉及保险的交易，可能就无法达成（赫舒拉发，1975）。

个人数据是指与已识别或可识别的自然人有关的信息（欧盟，2016），是个人参与数字经济的媒介。通过向数字平台提供这些数据，个人可以获得更具个性化的服务，节省时间，获得更多好处。但未予明确的隐性约定是，除非当事人明确表示同意，平台不得将这些数据出售给第三方。

二、平衡利弊

当人们更愿意分享个人数据时，数字经济就会成为一种更有用的基础设施。个人信息是数据驱动型创新的关键因素，而数据驱动型创新可以带来（培育新产品、新工艺的）新知识和（为消费者创造附加值的）新市场（经济合作与发展组织，2015）。另外，数据的使用会在规模和范围上产生报酬递增效应（规模越大，范围越广，平均收益越高），这是数据驱动型生产率提升的源泉。

然而，隐私问题可能会带来严重的负面影响。如果隐私没有得到适当保护，那么当事人很容易面临巨大危险和伤害，机构做出的数据驱动型决策可能导致歧视，对个人造成财务上和心理上的伤害。不幸的是，

个人数据大规模泄露的事件越发频繁。

隐私保护并不是一个简单的二元选择问题，人们必须在不同的情况下做出不同的取舍。隐私保护不应该以公共安全和政治经济稳定为代价。但的确存在一些灰色地带，很难判断某些因素是不是比其他因素更重要。隐私与人的尊严和幸福有关，这使得相关考虑比任何此类著作的论述都要复杂得多。

三、应对意料之外的挑战

政策制定者需要在个人隐私保护和个人数据共享所带来的经济利益之间达成某种平衡。信息技术公司和监管机构达成这种平衡的能力必须值得信任。高度的隐私保护更侧重于感知到的个人隐私需求，而有限的隐私保护更侧重于对商业效率和安全保障的考量（韦斯廷，2004）。不同的国家有不同的立场，这取决于收入和文化等诸多因素。如果想让数字技术充分发挥普惠性增长的潜力，就必须根据各国的具体情况，在隐私保护和经济发展之间达成平衡（世界经济论坛，2014）。

隐私保护面临的挑战类似于商业领域面临的挑战，即信息不对称和执行机制不健全会破坏信任并抑制交易。很少有人清楚他人、机构或政府掌握了自己的哪些信息，以及那些信息会被如何使用、会造成什么后果。这导致了隐私悖论（巴恩斯，2006；阿西等，2017），即人们总是声称非常关注自己的隐私，但他们在网上的行为却往往忽略了隐私风险。阿奎斯蒂（2014）根据社会学和行为科学对隐私的研究结果，归纳出了以下三个主题：人们并不清楚隐私被侵犯的后果；人们对隐私的关注程度取决于环境；人们对隐私的关注程度容易被商业和政府利益所操控。

数字技术虽然可能导致个人隐私被侵犯，但也可能成为解决方案的一部分。关键是要使技术工具在各个环节遵循以用户为导向的数据保护原则。如图6.8所示，在收集数据之前，应获得实际受益的数据拥有者的明确授权。在数据被首次存储但尚未被任何人访问之前，需要对其进行脱敏和加密。数据只应该在获得授权的情况下被使用。用户应该有权要求删除其个人数据。除了这些技术和法律保护外，数字平台的建设者还必须建立良好的信誉和形象，让用户相信这些平台收集的个人信息是安

全的，在没有获得当事人明确授权之前，平台不会分享或出售个人信息。

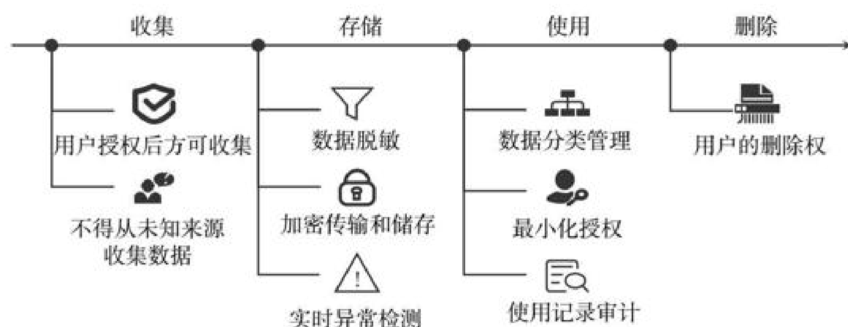


图6.8 隐私保护的机制设计

资料来源：罗汉堂。

新技术使隐私权得到了更好的保护。以安全多方计算为例。在进行协同计算时，这项技术不需要任何参与方提供可被其他参与方追溯的原始数据，就能达到融合多方数据的目的（见图6.9）。安全多方计算既能使用户受益于数据共享，也能让用户避免数据被窃取的风险。



资料来源：罗汉堂。

图6.9 安全多方计算

技术与不平等

一、定义问题

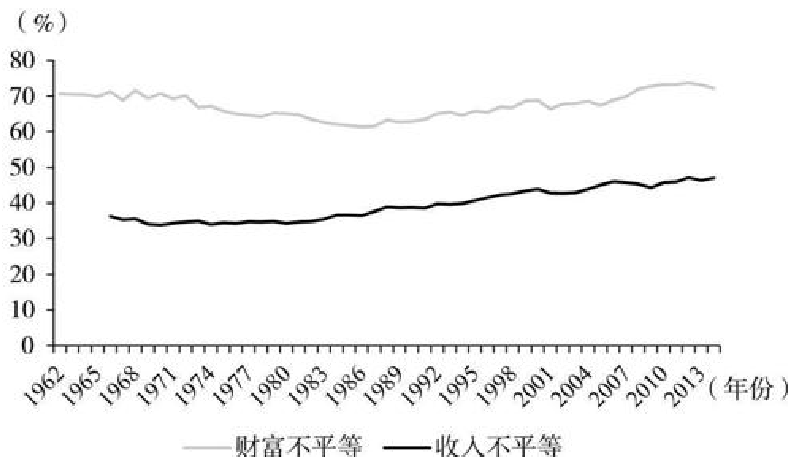
自第一次工业革命以来，技术与不平等的关系始终是一个重要话题。尽管经济学家不再用“精神蒸汽机”或“智能机器”这样的词语来讨论新技术对劳动力市场的影响（史密斯，1835），但目前人们对新技术的担忧与200年前如出一辙。近年来，随着各国国内收入不平等的加剧和技术的快速发展，技术与不平等的关系再度成为关注焦点。

二、探寻证据

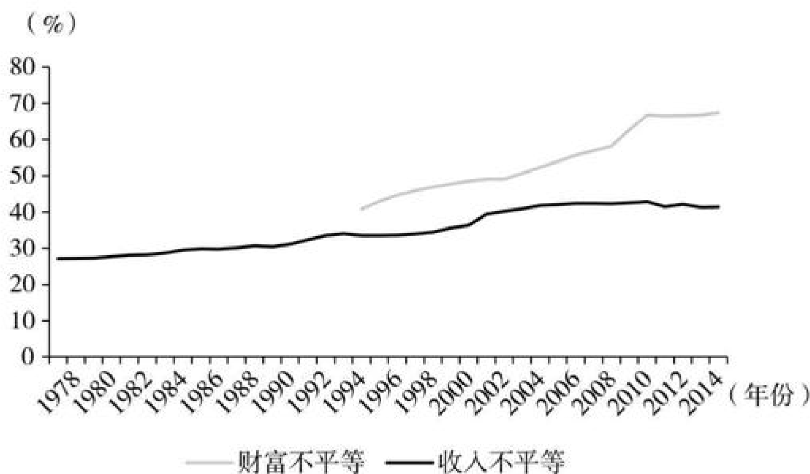
众所周知，自工业时代开始以来，技术使数亿乃至数十亿人摆脱了贫困。工资大幅上涨，工作条件也得到了极大改善，无数机遇应运而生，几乎所有人都可以享受到技术带来的各种好处。谁受益和受益多少的问题是我们接下来要探讨的内容，也是许多经济学研究和辩论的主题。从经济角度来说，这不是唯一的或最重要的问题，但对那些想要确保每个人都能得到公平对待的政策制定者来说十分重要。

是什么导致了各种各样的不平等？技术在其中扮演了怎样的角色？这些问题很难回答。我们先来看几个有关结果不平等的典型事实。这不应与有关机会均等的事实相混淆，后者涉及一系列完全不同的问题，超出了本书的讨论范围。

首先，财富不平等比收入不平等更加严重。2014年，美国最富裕的10%的家庭拥有72%的财富，而最贫困的50%的家庭拥有不到0.5%的财富。相比之下，同期美国最富裕的10%的家庭获得了47%的收入，而最贫困的50%的家庭仅获得了13%的收入。2015年，中国最富裕的10%的家庭拥有67%的财富，而最贫困的50%的家庭只拥有6%的财富。最富裕的10%的家庭获得了67%的收入，最贫困的50%的家庭获得了13%的收入（见图6.10）。皮凯蒂（2015）强调，发达国家的财富分配一直都比收入分配更加不平等。



a. 美国，1962—2014年



b. 中国，1978—2015年

图6.10 美国和中国的财富和收入分配

注：灰色曲线是前10%家庭财富在所有家庭财富中的占比。黑色曲线是10%家庭收入在所有家庭收入中的占比。

资料来源：世界财富与收入数据库，罗汉堂。

几十年来，不管是发达国家还是发展中国家，财富收入比普遍有所上升，表这明财富不平等问题变得更严重了。

其次，邦尼特等人（2014）和龙利恩（2015）指出，与财富不平等加剧密切相关的是房价上涨。1970—2015年，除了美国和日本外，所有发达国家的家庭资本收入比大幅上升，这在很大程度上是由住房财富收入比上升所导致的（见表6.2）。

表6.2 1970—2015年资本和国民收入比率的变化

	国内资本和国民收入比持续增长（%）			贡献度（%）	
	房屋	其他国内资本	国内资本	房屋	其他国内资本
美国	48	113	161	30	70
日本	64	90	154	42	58
德国	108	–41	67	161	–61
法国	290	–57	233	124	–24
英国	290	50	340	85	15
意大利	331	43	374	89	11
加拿大	190	47	237	80	20
澳大利亚	227	59	286	79	21

资料来源：2018年世界贫富不平均报告，罗汉堂。

财富不平等的加剧在多大程度上可以归因于技术进步？这很难说。有观点认为，房屋所有权不平等加剧的一个原因是，建筑业的生产率增长相对有限，从而导致建房成本上升（博里和赖希林，2015）。与技术进步直接相关的可能是其对工资和收入分配的影响。技能偏向型技术进步常常被视为不平等加剧的另一个原因。过去30年间的一系列研究表明，劳动力市场工资不平等的问题日益严重，于是技术进步被当成了一种可能的解释。这种解释被称为技能偏向性技术进步假设，即认为新技术的突飞猛进导致了对高技能人才的需求上升，进而导致了收入不平等加剧。

然而，上述假设仍然缺乏明确的实证证据。克鲁格（1993）指出，在将标准的劳动者属性作为控制变量后可以发现，在工作中使用电脑的劳动者的收入比不使用电脑的劳动者高15%~20%。许多人将这一发现作为直接证据，用来证明技术在很大程度上导致工资结构发生了重大变化。不过，迪纳多和皮施克（1997）发现，使用电脑、电话、钢笔或铅笔之类的书写工具以及伏案工作等所谓“白领”的习惯，与使用电脑的习

惯几乎一样重要。这些结果表明，使用电脑的人可能拥有某些未被注意到的技能，这些技能可能与电脑没什么关系，但能够被劳动市场所认可并带来高回报，而电脑不过是率先被引入了这些领域而已。

卡德和迪纳多（2002）发现，技能偏向型技术进步假设不足以解释20世纪八九十年代美国工资结构的变化。不仅如此，他们还发现该假设在工资结构的几乎所有方面都难以自圆其说。在20世纪90年代，尽管电脑技术在不断发展，但工资不平等状况却趋于稳定。该假设也无法解释性别之间工资差距的缩小、种族之间工资差距的稳定以及与教育相关的年轻劳动者和上年纪劳动者工资差距的急剧扩大。

新技术永远无法为劳动力市场中的所有技能带来同等的好处。新技术引起的震荡对一些技能有利，对另一些技能不利，这取决于技能与高效使用新技术所需条件之间的互补性和可替代性：互补性越高，新技术对技能越有利；可替代性越高，新技术对技能越不利。研究表明，二战后，对高技能劳动者的需求不断增长，这导致许多发达国家的大学毕业生工资上升（戈尔丁和卡茨，2008）。最近，信息和通信技术与相关技术的采用使得对不同技能的需求出现了新变化。对中级技能需求的下降使得拥有这些技能的劳动者的工资和就业水平遭受了重创（澳特尔等，2006和2008）。同时，教育系统的调整速度跟不上技能需求的变化速度，也推动了工资两极分化。

三、应对意料之外的挑战

社会流动性、生活水平的提高和中产阶级的壮大对每个社会的福祉都至关重要。因此，各国不平等现象的加剧令人担忧。但现在并不清楚技术是不是导致不平等的主要原因。人们过于相信主观臆断，而不是去仔细审视事实。除了我们收集的上述证据外，世界银行（2018）的研究也表明，2007—2015年，在41个经济体中，有37个经济体以基尼系数衡量的不平等程度实际上有所下降或者保持不变。

我们认为，通过为多数人提供机会，而不只是为少数才华横溢的创新者和企业家提供机会，数字技术为更具普惠性的繁荣开辟了一系列新的可能途径。由于技能门槛低，数字技术为那些曾经无法获得新技术红利的人打开了新的大门。数字技术将一个国家内的广大地区乃至全世界

的不同地区连在了一起。通过连接邻近地区和一个国家内部的企业和消费者，本地经济产生了巨大的溢出效应，将贫困和富裕地区的经济融合在了一起。

数字技术已然成为社会经济快速发展的必要组成部分。因此，数字技术是否和如何影响各领域的不平等状况应该被视为机遇而非风险。美联储前主席伯南克指出，政策目标应该是尽力提高生产率，创造经济上的机会均等，而不是在特定行业或地区盲目追求结果平等。

结语

本书主要以中国近些年的经济发展为背景，分析数字技术如何为普惠性增长做出了重大贡献。新兴的数字平台和数字生态系统冲破了重重障碍，进入了过去效率低下的领域，跨越了种种界限，从根本上改变了市场体系中的参数和关系，实现了“创造性建设”。基于这些证据，我们认为，中国经验提供了全球性解决方案，尤其是在普惠性增长最为欠缺的地区。

本书的要点如下。

第一，对数字技术的很多分析都聚焦于该技术可能带来的破坏性影响和风险，但数字技术也为普惠性增长做出了不可估量的贡献，在微观层面和宏观层面皆是如此。数字技术以前所未有的方式服务并赋能社会和经济弱势群体（部分女性、穷人和残障人士）。数字技术及其“传染性”的传播甚至推动了中国最偏远、最落后地区的发展。数百年来，这些地区的人与世隔绝，过着自给自足的生活，而现在，他们终于有机会享受贸易带来的好处，能在更广阔的市场上选购产品，这缩小了他们在市场准入方面与中国发达地区之间的差距。但想要在中国乃至世界各地都做到这种程度，还需要付出更多的努力。

第二，数字技术的成功归功于其独特能力——能够突破传统市场中历来令人望而生畏的信息壁垒。数字市场的独特性（技能门槛低、建设必要基础设施的成本低和网络效应强），特别适合解决匹配、合同执行以及建立和维护和买卖双方之间的信任方面的问题。就提升数字技术的渗透率而言，降低技能门槛的重要性不亚于提高技能水平。数字技术实现了可及性和可负担性的巨大飞跃。数字平台提高了市场效率，吸引了更多参与者，提供了更丰富多样的产品，在重塑生产模式和创建一体化数字生态系统方面发挥了重要作用，这些生态系统有助于促进创新，催生全新的协作方式。可以说，数字技术就是为普惠性增长而发明的。

第三，移动互联网、可负担的宽带接入等基础设施和有利的监管环境至关重要。弱势群体和欠发达地区一旦可以参与到现代数字经济中，就会在技能、培训和基础设施建设之间形成强有力和可持续的正反馈循环。当然，这不会自动发生。想要成功培育和发展数字经济或其他经

济，有一些因素不可或缺，如加强公共部门和私营部门的有效合作、促进市场一体化、充分发挥数字平台的力量。

第四，在这一充满变数的过程中，必须认真对待意料之外的挑战，比如，数字技术可能对就业、竞争、数据隐私和不平等造成短期的负面影响。在解决这些复杂问题时，首先要分清事实与臆断。数字技术的最大受益者是话语权微弱的社会边缘群体和偏远地区，这意味着需要对数字技术的影响进行全面评估。在所有利益相关者之间形成共识并制定解决过渡性问题的具体政策，将大大有助于获得支持，推广数字技术，释放其促进普惠性增长的潜力。

如今，新兴经济体正在同时经历多种技术革命，不仅仅是数字革命，还有工业、交通和电气革命。为了完成这几项革命，发达经济体用了几十年甚至几百年时间。这意味着新兴经济体可能走上与发达经济体大为不同的数字化道路（格申克龙，1962）。以前，新兴经济体的很多零售和金融服务都是由地方性小企业和非正规部门提供的。如今，在数字技术和电子商务平台的帮助下，中小微企业大量涌现，即使客户远在数千公里之外，也能享受到这些企业提供的优质服务。

展望未来，数字革命的长期经济影响以及社会、文化和政治影响将更加显著，因为数字技术带来了完全不同的成功道路和发展机遇，人类社会刚刚开始对此做出反应。与此同时，数字革命还远未完成。以人工智能和区块链等技术为代表的新一波数字技术浪潮正在成为日常工作和生活中不可或缺的一部分。以遗传学、可再生能源和量子计算为代表的另一波技术浪潮即将到来。我们如果能把握好这些机遇，就可以实现更具普惠性的增长，从而为通过使用数字技术来促进下一代的繁荣和普惠性增长提供额外的动力。

数字技术彼此互补，并以全新的方式重塑了关键市场。数字技术的独特性大大缓解了采用滞后，加快了渗透速度，带来了更多机遇，促进了经济的快速发展和普惠性增长。数字技术似乎是专门为全球穷人量身定制的，他们将为世界提供越来越多的人力资本和创造越来越多的消费需求。

但我们还需要更加努力，才能充分发挥数字技术的潜力。我们越了解数字技术带来的各种可能性和利弊，就越能更好地实施各种战略，通过数字技术促进普惠性增长。这样一来，我们就可以将“创造性破坏”变

成“创造性建设”。如果我们能很好地应对相关挑战（通过设定恰当的风险和回报水平），那么数字革命将不同于以往的经济革命，不仅可以避免重蹈“大分流”的覆辙，还能形成“大融合”的局面，通过“创造性建设”造福所有人。

参考文献

Acemoglu, D., Antràs, P., and Helpman, E. (2007). Contracts and technology adoption. *American Economic Review*, 97(3), 916–943.

Acemoglu, D., and Restrepo, P. (2017). Robots and jobs: Evidence from US labor markets. *NBER Working Paper* No. 23285.

Acemoglu, D., and Restrepo, P. 2018. The race between man and machine: Implications of technology for growth, factor shares, and employment. *American Economic Review*, 108(6), 1488–1542.

Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., and Hirsch, C. W. (2019). Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy.*The Review of Financial Studies*.

Acquisti, A. (2014). The economics and behavioral economics of privacy. *Privacy, big data, and the public good: Frameworks for engagement*, 1, 76–95.

Akamatsu, K. (1962). A Historical Pattern of Economic Growth in Developing Countries. *The Developing Economies*, 1, 3–25.

Alibaba Group. (2017). *Intellectual property protection annual report.* <http://azcms31.alizila.com/wp-content/uploads/2018/05/Alibaba-Group-PG-Annual-Report-2017-FINAL_sm_final.pdf>

Alvaredo, F., Chancel, L., Piketty, T., Saez, E., and Zucman, G. (Eds.). (2018).*World inequality report 2018*. Belknap Press of Harvard University Press.

Analysys. (2018). *Quarterly monitoring reports on China’s third party mobile payment market*.

Anderson, E., and Schmittlein, D. C. (1984). Integration of the sales force: an empirical examination. *RAND Journal of Economics*,

15(3), 385–395.

Antràs, P. (2005). Incomplete contracts and the product cycle. *American Economic Review*, 95(4), 1054–1073.

Aral, S. K., Bakos, Y., and Brynjolfsson. E. (2018). Information technology, repeated contracts, and the number of suppliers. *Management Science*, 64(2),592–612.

Arestis, P., and Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. *The Economic Journal*, 107(442), 783–799.

Armstrong, M. (2006). Competition in two-sided markets. *The RAND Journal of Economics*, 37(3), 668–691.

Arrow, K. J. (1962). The economic implications of learning by doing. *The Review of Economic Studies*, 29(3), 155–173.

Asian Development Bank. (2018). *Asian Development Outlook (ADO) 2018:How Technology Affects Job*.

Asian Development Bank and International Labor Organization. (2011). *The Women and Labor Markets in Asia Report: Rebalancing for Gender Equality*.

Athey, S., Catalini, C., and Tucker, C. E. (2017). The digital privacy paradox:Small money, small costs, small talk. *NBER Working Paper* No. 23488.

Augsburg, B., De Haas, R., Harmgart, H., and Meghir, C. (2015). The impacts of microcredit: Evidence frOm Bosnia and Herzegovina. *American Economic Journal: Applied Economics*, 7(1), *183–203*.

Autor, D. H., Katz, L. F., and Kearney, M. S. (2006). The polarization of the U.S.labor market. *American Economic Review*, 96(2), 189–194.

Autor, D. H., Katz, L. F., and Kearney, M. S. (2008). Trends in

U.S. wage inequality: Revising the revisionists. *The Review of Economics and Statistics*,90(2), 300–323.

Baldwin, R. E. (2016). *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization*. The Belknap Press of Harvard University Press.

Banerjee, A. V., and Duflo, E. (2000). Reputation effects and the limits of ctracting: A study of the Indian software industry. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(3), 989–1017.

Banerjee, A. V., Duflo, E., Imbert, C., Mathew, S., and Pandek, R. (2016). E-goernance, accountability, and leakage in public programs: Experimental evidence from a financial management reform in India. *NBER Working Paper* No. 22803.

Barnes, S. B. (2006). A privacy paradox: Social Networking in the United States.*First Monday*, 11(9).

Barr, N., and Diamond, P. (2010). *Pension reform in China: Issues, options and recommendations.* China Economic Research and Advisory Programme.

Baumol, W. J. (1982). Contestable markets: An uprising in the theory of industry structure. *American Economic Review*, 72(1), 1–15.

Beck, T., and Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931–2943.

Beveridge, W. (1944). *Full Employment in a Free Society.* London: Allen & Unwin.

Bloom, H. (2000). *Global Brain: The Evolution of Mass Mind from the Big Bang to the 21st Century.* John Wiley & Sons, Inc.

Böhm-Bawerk, E. (1888). *The Positive Theory of Capital*. London: Macmillan and Co. Bolt, J., Inklaar, R., de Jong, H., and van Zanden, J. L. 2018. Rebasing 'Maddison': new income comparisons and the

shape of long-run economic development. *GGDC Research Memorandum*, 174.

Bonnet, O., and Bono, P. (2014). Does housing capital contribute to inequality? A comment on Thomas Piketty's Capital in the 21st Century. *Sciences Po Economics Discussion Papers*, 7, 12.

Borri, N., and Reichlin, P. (2015). The housing cost disease. *CEPR Discussion Paper* No.10756.

Brynjolfsson, E., Hui, X., and Liu, M. (2018). Does machine translation affect international trade? Evidence from a large digital platform. *NBER Working Paper* No. 24917.

Brynjolfsson, E., and McAfee, A. (2014). *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. W. W. Norton &Company.

Brynjolfsson, E., and McElheran K. (2016). The rapid adoption of data-driven decision-making. *American Economic Review*, 106(5), 133-39.

Buera, F., Kaboski, J., and Shin, Y. (2016). Taking stock of the evidence on micro-financial interventions.*NBER Working Paper* No.22674.

Caballero, R. J., Hoshi, T. and Kashyap, A. K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), 1943-77.

Card, D., and DiNardo, J. E. (2002). Skill-based technological change and rising wage inequality: Some problems and puzzles. *Journal of Labor Economics,*20(4), 733-783.

Cavallo, A. (2017). Are online and offline prices similar? Evidence from large multi-channel retailers. *American Economic Review,* 107(1), 283–303.

Cavallo, A. (2018). More Amazon effects: Online competition and

pricing behaiors. *NBER Working Paper* No.25138.

Centre for International Governance Innovation and Ipsos. (2018). *CIGI-Ipsos Global Survey on Internet Security and Trust*. ＜https://www.cigionline.org/internet-survey-2018＞

Chaney, T. (2014). The network structure of international trade. *American Economic Review*, 104(11), 3600–3634.

Chandy, L., Hosono, A., Kharas, H., and Linn, J. (Eds.). (2013). *Getting to Scale:How to Bring Development Solutions to Millions of Poor People*. BrookingsInstitution Press.

Chen, T., Huang, Y., Chen, L., Sheng, Z. (2018). Finance and firm volatility: Evdence from Alibaba FinTech credit in China. *Working Paper*.

Cheru, F. (2002). *African renaissance: Roadmaps to the challenge of globalization*. New Africa Books.

Chiacchio, F., Petropoulos, G., and Pichler, D. (2018). The impact of industrial robots on EU employment and wages: A local labor market approach. *Bruegel Working Paper*.

China Ministry of Ecology and Environment. (2015). *Report on the State of the Environment in China.* ＜http://english.mee.gov.cn/Resources/Reports/soe/Report/201706/P020170614504782926467.pdf＞.

Chu, T. (2017). An assessment of Africa's growth potential from the perspective of economic complexity. *IFC Working Note*.

Coase, R. H. (1937). The nature of the firm.*Economica*, 4(16), 386–405.

Comin, D., and Mestieri Ferrer, M. (2014). Technology diffusion: Measurement,causes and consequences. *Handbook of Economic Growth*, 2, 565–622.

Comin, D., and Mestieri Ferrer, M. (2018). If technology has arrived everywhere,why has income diverged? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 10(3), 137-78.

Crepon, B., Devoto, F., Esther D., and Pariente, W. (2015). Estimating the impact of microcredit on those who take it up: Evidence from a randomized experiment in Morocco. *American Economic Journal: Applied Economics*, 7(1),123–150.

Dauth, W., Findeisen, S., and Suedekum, J. (2017). Trade and manufacturing jobs in Germany. *American Economic Review*, 107(5), 337-42.

De Janvry, A., McIntosh, C., and Sadoulet, E. (2010). The supply- and demand-side impacts of credit market information. *Journal of Development Economics*, 93(2), 173-188.

Demetriades, Panicos., and Hussein, Khaled A. (1996). Does financial develoment cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51(2), 387–411.

Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S., and Hess, J. (2018).*Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29510>.

Demsetz, H. (1968). Why regulate utilities?. *The Journal of Law and Economics*,11(1), 55–65.

Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economics Studies*, 51(3), 393–414.

Diamond, P. A. (2010). Unemployment, vacancies, wages. *Nobel Prize in Economics documents 2010-7, Nobel Prize Committee*.

DiNardo, J. E., and Pischke, J.S. (1997). The returns to computer use revisited:Have pencils changed the wage structure too? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 291–303.

De Soto, H. (2000). *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*. Basic Civitas Books.

Dewatripont, M., Jewitt, I., and Tirole, J. (1999). The economics of career concerns, part I: Comparing information structures. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 183–198.

Dobbs, R., Chen, Y., Orr, G., Manyika, J., Chui, M., Chang, E. (2013). *China's E-tail Revolution: Online Shopping as a Catalyst for Growth*. McKinsey Global Institute.

Einav, L., Jenkins, M., and Levin, J. (2013). The impact of credit scoring on consumer lending. *The RAND Journal of Economics,* 44(2), 249–274.

Ellison, G., Ellison, S. F., Liu, D., Zhang, H., and Bhattacharya, V. (2014). *Match Quality, Search, and the Internet Market for Used Books.* Massachusetts Institute of Technology./

Erisman, P. (2017). *Six Billion Shoppers: The Companies Winning the Global E-Commerce Boom*. St. Martin's Press.

Euromonitor. (2018). *Market Research Provider.* <www.euromonitor.com>.

European Commission. (2015). *A Digital Single Market Strategy for Europe.*

European Commission. (2017). *The Competitive Landscape of Online Platforms.* <https://ec.europa.eu/jrc/sites/jrcsh/files/jrc106299.pd>.

European Union. (2016). *The General Data Protection Regulation.*

Eurostat. (2017). *Labor Force Survey.*

Fan, J., Tang, L., Zhu, W., and Zou, B. (2018). The Alibaba effect: Spatial cosumption inequality and the welfare gains from e-commerce. *Journal of International Economics*, 114(C), 203–220.

Federico, G., and Tena-Junguito, A. (2017). A tale of two globalizations: Gains from trade and openness 1800-2010. *Review of World Economics*, 153(3),601–626.

Ferguson, N. (2009). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. The Penguin Press HC.

Ferracane, M. F., Kren, J. and Marel, E. (2018). Do data policy restrictions impact the productivity performance of firms and industries?*ECIPE DTE Working Paper* No. RSCAS, 28.

Ferracane, M. F., and Marel, E. (2018). Do data flows restrictions inhibit trade in services? *ECIPE DTE Working Paper*.

Fouquin, M., and Hugot, J. (2016). *Two centuries of bilateral trade and gravity data: 1827–2014*. CEPII research center.

Frame, W. S., Srinivasan, A., and Woosley, L. (2001). The effect of credit scoing on small-business lending. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3),813–825.

Frey, B. C., and Osborne, M. (2013). The future of employment: How susceptible are jobs to computerization? *Technological Forecasting and Social Change*,114, 254–280.

Friedman, B. M. (2005). *The Moral Consequences of Economic Growth.* NewYork: Alfred A. Knopf.

Gentzkow, M., and Shapiro J. M. (2011). Ideological segregation online and offline.*Quarterly Journal of Economics*, 126(4), 1799–1839.

Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Belknap Press of Harvard University Press.

Giné, X., Goldberg, J., and Yang, D. (2012). Credit market consequences of improved personal identification: Field experimental evidence from Malawi. *American Economic Review*, 102(6), *2923-54*.

Goldfarb, A., and Tucker, C. (2011). Privacy regulation and online advertising.*Management Science*, 57(1), 57–71.

Goldin, C. D., and Katz, L. F. (2008). *The Race between Education and Technology*. Belknap Press of Harvard University Press.

Graetz, G., and Michaels, G. (2018). Robots at work. *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 753–768.

Greif, A. (2006). *Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade.* Cambridge University Press.

Grodzicki, D. (2012). The Evolution of Competition in the Credit Card Market.*Working Paper*.

Grossman, G., and Helpman, E. (1991). *Innovation and Growth in the Global Economy*. MIT Press.

Harari, Y. N. (2018). *21 Lessons for the 21*st *Century*. Random House

Hau, H., Huang, Y., Shan, H., and Sheng, Z. (2018). TechFin credit and entrepreneurial growth. *Working Paper.*

Hausman, J., and Leibtag, E. (2007). Consumer benefits from increased competition in shopping outlets: Measuring the effect of WalMart.*Journal of Applied Econometrics*, 22(7), 1157–1177.

Hausmann, R., Hidalgo, C. A., Bustos, S., Coscia, M., Simoes, A., and Yildirim,M.A. (2014). *The atlas of economic complexity: Mapping paths to prosperity*.MIT Press.

Hayek, F. (1945). The use of knowledge in society. *The American Economic Review.* 35 (4), 519–530.

Head, K., and Mayer, T. (2013). What separates us? Sources of resistance to globalization. *Canadian Journal of Economics*, 46(4), 1196–1231.

Hellebrandt, T., and Mauro, P. (2015). The future of worldwide income distribution. *Peterson Institute for International Economics Working Paper* No.15-7.

Hicks, J. R. (1932). *The Theory of Wages.* London: Macmillan.

Hidalgo, C. (2015). *Why Information Grows: The Evolution of Order, from Atoms to Economies.* Basic Books.

Hirshleifer, J. (1975). Speculation and equilibrium: Information, risk, and markets. *The Quarterly Journal of Economics*, 89(4), 519–542.

Hjort, J., and Poulsen, J. (2019). The arrival of fast internet and employment in Africa. *American Economic Review*, 109(3), 1032-79.

Hobbes, T. (2012). *Leviathan*. Oxford University Press.

Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*. 10(1), 74–91.

Holmström, B. (1999). Managerial incentive problems: a dynamic perspective.*The Review of Economic Studies*, 66(1) 169–182.

Holmström, B. (2018). Keynote speech at TSE.

Hootsuite. (2018). *Digital in 2018: Essential Insights into Internet, Social Media,Mobile, and Ecommerce Use around the World.*

Hortaçsu, A., Martínez-Jerez, F., and Douglas, J. (2009). The geography of trade in online transactions: Evidence from eBay and mercadolibre. *American Economic Journal: Microeconomics*, 1(1), 53–74.

Hutt, W. H. (1939). *The Theory of Idle Resources.* London: Jonathan Cape.

Huxley, A. (1932). *Brave New World.*

International Finance Corporation. (2011). *Strengthening Access to Finance for Women-Owned SMEs in Developing Countries*.

International Finance Corporation. (2016). *Energy Storage: Business Solutions for Emerging Markets.*

International Finance Corporation. (2017a). *MSME finance gap: Assessment of the shortfalls and opportunities in financing micro, small and medium enteprises in emerging markets*. <https://www.smefinanceforum.org/data-sites/msme-finance-ga>.

International Finance Corporation. (2017b). *Mobile Financial Services in Microfinance Institutions: Musoni in Kenya*.

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/697b590047c346969662f7299ede9589/Tool+11.5+Mobil+Finan+Serv+Musoni+in+Kenya+2-3-15.pdf?MOD=AJPERES>.

International Monetary Fund. (2017a). *Digital Revolutions in Public Finance*.

International Monetary Fund. (2017b). *Fostering Inclusive Growth.* G-20 Leaders' Summit.

International Monetary Fund. (2017c). *World Economic Outlook (WEO) Database*.

Institute of Digital Finance. (2017). *Digital Inclusive Finance Index Report (2011-2015)*. <http://img.bimba.pku.edu.cn/resources/file/15/2017/06/13/201 061316358398.pdf>.

Institute of Digital Finance. (Forthcoming). *Digital Inclusive Finance Index Report (2011–2017)*.

Isard, W. (1954). Location theory and trade theory: Short-run analysis. *Quarterly Journal of Economics.* 68(2), 305–322.

Jack, W., and Suri, T. (2014). Risk sharing and transactions costs: Evidence from Kenya's mobile money revolution. *American Economic Review*, 104(1), 183–223.

Jaffee, D., and Russell, T. (1976). Imperfect information,

uncertainty, and credit rationing. *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651–666.

Jiguang. (2018a). *Summary of 2017 Mobile Shopping App Industry*.

Jiguang. (2018b). *Summary of 2018 Mobile App Industry*.

Jones, E. (2003). *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia.* Cambridge University Press.

Joseph, M. (2017). *M-Pesa: The story of how the world's leading mobile money service was created in Kenya*. <https://www.vodafone.com/content/index/what/technology-blog/m-pesa-created.html#>.

Kanbur, R., and Venables, A. J. (2005). *Spatial inequality and development*. OUP Oxford.

Kaplinsky, R. (2018). Fostering inclusive innovation for sustainable development.*Pathways for Prosperity Commission Background Paper Series* No. 9.

Karlan, D., Kendall, J., Mann, R., Pande, R., Suri, T., and Zinman, J. (2016).Research and impacts of digital financial services.*NBER Working Paper* No.22633.

Katz, L. F., and Krueger, A. B. (2019). The Rise and Nature of Alternative Work Arrangements in the United States, 1995-2015. *ILR Review*, 72(2), 382–416.

Katz, L., Poo, A. J. and Waxman, E., (2018). Imagining a Future of Work That Fosters Mobility for All. *Washington, DC: US Partnership on Mobility from Poverty*.

Kenton, W. (2017). *Walmart Effect.* <https://www.investopedia.com/terms/w/walmart-effect.asp>

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest*

*and Money.*London: Macmillan.

Keynes, J. M. (1963). *Essays in Persuasion*. New York: W. W. Norton & Co.

Khanna, P. (2016). *Connectography: Mapping the Future of Global Civilization.*Penguin Random House.

Kim, W. C., and Mauborgne, R. A. (2014). *Blue ocean strategy, expanded edition:How to create uncontested market space and make the competition irrelevant.*Harvard Business Review Press.

King, R. G., and Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.

Knoedelseder, W. (2018). *Fins: Harley Earl, the Rise of General Motors, and the Glory Days of Detroit*. HarperBusiness Press

Krueger, A. B. (1993). How computers have changed the wage structure: evidence from microdata, 1984-1989. *The Quarterly Journal of Economics,*108(1), 33–60.

Kuhn, P., and Mansour, H. (2014). Is internet job search still ineffective?*Economic Journal,* 124(581), 1213–1233.

Kuzmina, A. (2018). *Kenya Case Study Part I: M-PESA story*. <https://medium.com/what-the-money/kenya-case-study-part-i-m-pesa-story-fb243fd56865>.

Kuznets, S. (1955). Economic growth and income inequality. *The American Economic Review*, 45(1), 1–28.

Lee, D., and Teo, G. S. (2015). Emergence of FinTech and the LASIC principles.*Journal of Financial Perspectives*, 3(3), 1–26.

Lendle, A., Olarreaga, M., Schropp, S., and Vézina, P. L. (2016). There goes gravity: eBay and the death of distance. *The Economic Journal*, 126(591),406–441.

Lewis, A.(2019). *What can Nigeria learn from China's digital economy?* <https://www.accion.org/what-can-nigeria-learn-from-chinas-digital-economy>.

Li, A. 2015. *Case Study on Dongfeng Village and Shaji Town*. BURB. <https://burb.tv/view/Entry:1640>.

Lunden, I. (2018). Amazon's share of the US e-Commerce market is now 49%, or 5% of all retail spending. *Bay Area, CA: TechCrunch*, 1–10.

Macaulay, S. (1963). Non-contractual relations in business. A preliminary study.*American Sociological Review*, 28(1), 55–67.

Macchiavello, R. (2010). Development uncorked: Reputation acquisition in the new market for Chilean wines in the UK. *CEPR Discussion Paper* No.DP7698.

Macchiavello, R., and Morjaria, A. (2015). The value of relationships: evidence from a supply shock to Kenyan rose exports. *American Economic Review*,105(9), 2911–45.

MacLeod, W. B. (2007). Reputations, relationships, and contract enforcement.*Journal of Economic Literature*, 45(3), 595–628.

MacLeod, W. B., and Malcomson, J. M. (1989). Implicit contracts, incentive compatibility, and involuntary unemployment. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 447–480.

Maddison, A. (2004). Contours of the world economy and the art of macro-measurement. 1500–2001. *Ruggles Lecture.*

Mandel, M. (2017). *How Ecommerce Creates Jobs and Reduces Income Inequality.*

Marx, K. (1894). *Das Kapital: Kritik der politischen Okonomie.* Hamburg: Verlagvon Otto Meissner.

Matheson, R. (2016). *Study: Mobile-money services lift Kenyans out*

of poverty. <http://news.mit.edu/2016/mobile-money-kenyans-out-poverty-1208>.

McCall, J. J. (1970). Economics of information and job search. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(1), 113–126.

McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development.* BrookingsInstitution Press.

Meeker, M. (2018). *Internet Trends Report.* <https://www.kleinerperkins.com/perspectives/internet-trends-report-2018/>.

Mokyr, J., Vickers, C., and Ziebarth, N. L. (2015). The history of technological anxiety and the future of economic growth: Is this time different?*Journal of Economic Perspectives*, 29(3), 31–50.

Moretti, E. (2012). *The New Geography of Jobs*. Houghton Mifflin Harcour

Morris, I. (2013). *The Measure of Civilization: How Social Development Decides the Fate of Nations.* Princeton University Press.

Mortensen, D. T. (2010). Markets with search frictions and the DMP model. *Nobel Prize in Economics documents 2010-8, Nobel Prize Committee*.

National Bureau of Statistics of China. (2017). *National Bureau of Statistics Database.* <http://www.stats.gov.cn/english/>.

New York Times. (2001). *Cross China New Economy Folds into Old.* <https://www.nytimes.com/2001/07/06/business/across-china-new-economy-foldsinto-old.html>

North, D. C. (1987). Institutions, transaction costs and economic growth. *Economic Inquiry*, 25(3), 419–428.

North, D. C. (1990). A transaction cost theory of politics. *Journal of theoretical politics*, 2(4), 355–367.

North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance.* Cambridge University Press.

OECD. (2014). *Inclusive Growth.*

North, D. C. (2015). *Data-Driven Innovation: Big Data for Growth and Well-Being.*

North, D. C. (2018). *OECD Policy Note.*

Ortiz-Ospina, E., Beltekian, D., and Roser, M. (2018). *Trade and Globalization.* <https://ourworldindata.org/trade-and-globalization>.

Patel, V., Burns, J. K., Dhingra, M., Tarver, L., Kohrt, B. A., and Lund, C. (2018).Income inequality and depression: A systematic review and meta-analysis of the association and a scoping review of mechanisms. *World psychiatry: Official journal of the World Psychiatric Association (WPA)*, 17(1), 76–89.

Pathways for Prosperity Commission on Technology and Inclusive Development.(2018). *Inclusive Growth Report.* <https://pathwayscommission.bsg.ox.ac.uk/charting-pathways-report>.

Petersen, M. A., and Rajan, R. G. (2002). Does distance still matter? The information revolution in small business lending. *The Journal of Finance*, 57(6),2533–2570.

Petrongolo, B., and Pissarides, C. (2001). Looking into the black box: A survey of the matching function. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 390–431.

Phelps, E. S., Alchian, A. A., and Holt, C. C. (1970). *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation*. New York: Norton.

Piketty, T. (2015). About capital in the twenty-first century.*American Economic Review*, 105(5), 48–53.

Pinker, S. (2012). *The Better Angels of Our Nature: Why Violence*

*Has Declined.*Penguin Group USA.

Pissarides, C. A. (2000). *Equilibrium Unemployment Theory.* MIT Press.

Pissarides, C. A. (2010). Equilibrium in the labour market with search frictions.*Nobel Prize in Economics documents 2010-9, Nobel Prize Committee.*

Pomeranz, K. (2000). *The Great Divergence: China, Europe, and the Making of the Modern World Economy*. Princeton University Press.

Radelet, S. (2015). *The Great Surge: The Ascent of the Developing World*. Simon& Schuster.

Rajan, R. G., and Zingales, L. (1998). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 40–48.

Rauch, J. E. (1999). Networks versus markets in international trade. *Journal of International Economics*, 48(1), 7–35.

Rauch, J. E., and Trindade, V. (2002). Ethnic Chinese networks in international trade. *Review of Economics and Statistics*, 84(1), 116–130.

Rochet, J., and Tirole, J. (2003). Platform competition in two-sided markets.*Journal of the European Economic Association*, 1(4), 990–1029.

Rochet, J., and Tirole, J. (2008). Two-sided markets: a progress report. *The RAND Journal of Economics*, 37(3), 645–667.

Rodrik, D. (2016). Premature deindustrialization. *Journal of Economic Growth*,21(1), 1–33.

Rognlie, M. (2015). Deciphering the fall and rise in the net capital share: Accumulation or scarcity? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2015(1), 1–69.

Romer, P. M. (1990). Capital, labor, and productivity. *Brookings papers on economic activity. Microeconomics*, 1990, *337–367.*

Rosling, H., Rosling, O., and Rönnlund, A. (2018). *Factfulness: Ten reasons we're wrong about the world and why things are better than you think*. New York: Flatiron Books.

Roth, A. E. (2012). Marketplace institutions related to the timing of transactions: Reply to Priest. *Journal of Labor Economics*, 30 (2), 479–94.

Sengupta, A., and Wiggins, S. N. (2012). Comparing price dispersion on and of the Internet using Airline transaction data. *Review of Network Economics*,11(1), Article 4.

Schrager, A. (2018). *A Nobel-winning economist's guide to taming tech monopolies*. <https://qz.com/1310266/nobel-winning-economist-jean-tirole-on-how-to-regulate-tech-monopolies/>.

Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, Socialism, and Democracy*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

Schwartz, B., and Kliban, K. (2004). *The paradox of choice: why more is less*.New York: Ecco.

Seeking Alpha. (2018). *China leads in mobile payments.*

<https://seekingalpha.com/article/4162586-china-leads-mobile-payments>.

Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development.* Oxford University Press.

Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations.*Strahan.

Smith, H. W. (1835). On the tendency & prospects of mechanics

institutions. *The Analyst: a quarterly journal of science, literature, natural history, and the fine arts*, 2(11), 333–338.

Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94.

Spence, M. (2011). *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

Stigler, G. J. (1961). The economics of information. *Journal of political economy*,69(3), 213–225.

Stigler, G. J. (1962). Investment in human beings. *The Journal of Political Economy*, 70(5).

Stiglitz, J. E. (1990). Peer monitoring and credit markets. *The World Bank Economic Review*, 4(3), 351–366.

Stiglitz, J. E., and Weiss, A. 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.

Suri, T., and Jack, W. (2016). The long-run poverty and gender impacts of mobile money. *Science*, 354(6317), 1288–1292.

Survey and Research Center for China Household Finance. 2017. *Green Ecommerce Rising in Rural Areas: Report on the Development of Rural E-tailors*. <https://chfs.swufe.edu.cn/xiangqing.aspx?id=1210>.

Swan, T. W. (1956). Economic growth and capital accumulation. *Economic Record*, 32(2), 334–361.

Tadelis, S. (2003). The market for reputations as an incentive mechanism. *Journal of Political Economics*, 110(4), 854–882.

Tadelis, S., and Zettelmeyer, F. (2015). Information disclosure as a matching mechanism: theory and evidence from a field experiment *American Economic Review*, 105(2), 886–905.

Tarozzi, A., Jaikishan D., and Johnson, K. (2015). The impacts of microcredit:evidence from Ethiopia. *American Economic Journal: Applied Economics*,7(1), 54–89.

The datahub on Comparative Historical National Account. Published online at<https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/na/>.

Tirole, J. (1999). Incomplete contracts: where do we stand? *Econometrica*, 67(4),741–781.

Tirole, J. (2012). Overcoming adverse selection: how public intervention can restore market functioning. *American Economic Review*, 102(1), 29–59.

Tirole, J. (2014). Interview with 2014 Laureate in Economic Sciences Jean Tirole.*Nobel Prize in Economics documents 2014-4, Nobel Prize Committee*.

Tirole, J. (2018). Keynote speech at TSE on Oct. 10, 2018.

Torpey, E. (2018). *Career Outlook: Employment growth and wages in e-commerce*. Bureau of Labor Statistics of the U.S.

Tucker, C., and Zhang, J. (2011). How does popularity information affect choies? A field experiment *Management Science, 57*(5), 828–842.

Tversky, A., and Kahneman, D. (1991). Loss aversion in riskless choice: a reference dependent model. *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1039–1061.

United Kingdom, Department for Business, Energy and Industrial Strategy.(2017). *Dynamic Competition in Online Platforms: Evidence from 5 Case Study Markets.* <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/602816/Digital_Platforms_report_new BEIS.pdf >.

United Nations, Financing for Development Office. (2018)*Special*

Advocate for Inclusive Finance for Development (UNSGSA). <http://www.un.org/esa/ffd/topics/inclusive-finance.htm>.

United Nations Conference on Trade and Development. (2017). *Information Economy Report: Digitalization, Trade and Development.* <https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ier2017_en.pdf>.

United States, Bureau of Economic Analysis. (2017). Database: National Income and Product Accounts.

United States, Bureau of Labor Statistics. (2017). BLS Database.

United States, Center for Emerging Employment, Progressive Policy Institute.(2016). Database.

United States, Federal Reserve, St Louis. (2017). Fed St. Louis Economic Database.

Van Agtmael, A., and Bakker, F. (2016). *The Smartest Places on Earth: Why Rustbelts Are the Emerging Hotspots of Global Innovation.* PublicAffairs.

Varian, H. R. (1980). A model of sales. *American Economic Review*, 70(4), 651–659.

Varian, H. R. (1990). Monitoring agents with other agents. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 146(1), 153–174.

Varian, H. R., and Shapiro C. (1998). *Information Rules*: *A strategic guide to the network economy*. Harvard Business Press.

Vaughan P., Fengler W., and Joseph, M. (2013). *Scaling up through disruptive business models: The inside story of mobile money in Kenya*. Brookings Institution Press

The Wall Street Journal. (2017). *Alibaba and Tencent Set Fast Pace in Mobile-Payments Race.* <https://www.wsj.com/articles/alibaba-and-tencent-setfast-pace-in-mobile-payments-race-1506072602>.

Westin, A. F. (1967). *Privacy and Freedom*. Atheneum Press.

Westin, A. F. (2004). Social and political dimensions of privacy. *Journal of Social Issues*, 59(2), 431–453.

Wind Database. (2017).

World Bank. (2008). *The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*. <http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth_Commission_Final_Report.pdf>.

World Bank. (2016). *World Development Report: Digital Dividends*. <http://documents.worldbank.org/curated/en/896971468194972881/pdf/102725-PUB-Replacement-PUBLIC.pdf>.

World Bank. (2018a). *Doing Business Report*. <http://www.doingbusiness.org/>.

World Bank. (2018b). *Universal Finance Access by 2020*. <http://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/brief/achieving-universal-financial-access-by-2020>.

World Bank. (2019). *World Development Report 2019: The Changing Nature of Work*. <http://www.worldbank.org/en/publication/wdr2019>.

World Bank. (Various years). *World Bank Database*. <http://data.worldbank.org>.

World Economic Forum. (2014). *Rethinking Personal Data: A New Lens for Strengthening Trust.*

World Inequality Database. <https://wid.world/>.

Wright, R. (2000). *NonZero: the Logic of Human Destiny*. Pantheon Books.

Xavier, G., Goldberg, J., and Yang, D. (2012). Credit market consequences of improved personal identification: Field experimental evidence from Malawi.*American Economic Review,* 102(6), 2923–2954.

Xinhua Net. 2018. *Mobile Payment on Fast Growth in China*. ＜http://www.xinhuanet.com/english/2018-08/25/c_137417943.htm＞.

Xing, W., and Li, S. (2009). Home biases, border effects and market integration:An empirical study based on interprovincial VAT survey. *China Economic Quarterly*, 8(4), 1455–1474.

Yunus, M., and Jolis, A. (2003). *Banker to the poor:Micro-lending and the battle against world poverty*. PublicAffairs

Zeng, M. (2018). *Smart Business: What Alibaba's Success Reveals about the Future of Strategy.* Harvard Business Review Press.

Zhang, L. (2016). Intellectual property strategy and the long tail: Evidence from the recorded music industry. *Management Science*, 64(1), 24–42.

法律声明

保留特定权利

本书为罗汉堂研究成果，除非另有说明，其发现、解释和结论仅为署名作者观点，不代表罗汉堂的任何关联机构及其高管和董事、任何以其他方式参与本书的顾问和研究者的观点。

就本书引用、使用或以其他形式包括的任何数据，罗汉堂不保证其准确性。本书图表中的信息，不代表罗汉堂对任何国家、领域、领土的看法或立场。

书中的任何内容均不得构成，也不应被视为罗汉堂对任何权利、特权和豁免的限制或者放弃，罗汉堂在此明确声明保留这些权利、特权和豁免。

数据保护

罗汉堂在研究和相关活动中不使用任何个人数据。罗汉堂制定了相关政策和程序，要求出于研究目的而采集或接收的数据必须完全匿名化，这意味着罗汉堂不会在任何时间使用任何可识别特定个人的数据或使其能够识别特定个人的数据。在任何基于罗汉堂数据的出版物中，任何归于个人的数据只反映基于随机样本的匿名化汇总和/或比例信息。

罗汉堂对出于研究目的而采集或接收的数据做出了使用限制。罗汉堂的研究员和其他人员必须遵守相关数据使用协议，拥有数据访问权限的人员必须接受严格的背景审查，遵守保密协议，并接受有关数据恰当使用和数据隐私规则的培训。按照合约或其他规定，研究员和其他人员在使用罗汉堂和/或关联机构提供的数据时，有义务仅将数据用于经批准的研究或内部讨论。按照合约规定，相关人员不得试图利用数据重新识别任何特定个人。

罗汉堂将数据存储于安全服务器，只有遵守严格的安全程序，才能访问这些数据。数据无法从罗汉堂使用的系统中转移到任何外部服务器或电子邮箱地址。罗汉堂实施和维护的数据存储措施严格遵守数据监控和数据安全标准。

致谢

本书由罗汉堂内部研究团队和多位学术委员会委员共同撰写。内部研究团队由罗汉堂秘书长陈龙、褚浩全和孙涛领导，成员包括陈戴希、李勇、刘心宇、史婧讳和田源。来自学术委员会的共同作者包括帕特里克·博尔顿、马库斯·布伦纳梅尔、本特·霍姆斯特罗姆、克里斯托弗·皮萨里德斯、迈克尔·斯宾塞、史蒂文·泰迪里斯、王能和熊伟。罗汉堂驻堂学者韩丽娜、黄亚东、欧阳书淼、孙钲云和张大印为本书提供了重要的研究支持。

阿里巴巴集团创始人马云是罗汉堂的使命、愿景和灵感的源泉。阿里巴巴集团和蚂蚁金服的多个团队为本书提供了宝贵的支持和建议。

陈蓉、詹思敏（Simeon Djankov）、甘犁、黄毅、乔希·勒纳（Josh Lerner）、骆许蓓和周健工为本书提供了出色的意见和分析支持。唐颖、刘伟、史颖波、汤姆·沃尔顿和迈克尔·威宁汉为本书提供了文字编辑支持。

图书在版编目（CIP）数据

新普惠经济：数字技术如何推动普惠性增长/罗汉堂译.--北京:中信出版社，2020.7
ISBN 978-7-5217-1301-5
I.①新… II.①罗… III.①数字技术 - 应用 - 中国经济 - 经济增长 - 研究 IV.① F124.1
中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第278806号

新普惠经济：数字技术如何推动普惠性增长
著者：罗汉堂
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

开本：880mm×1230mm 1/32
印张：8.25
字数：250千字
版次：2020年7月第1版
印次：2020年7月第1次印刷
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1301-5
定价：55.00元

版权所有·侵权必究
如有印刷、装订问题，本公司负责调换。
服务热线：400–600–8099
投稿邮箱：author@citicpub.com

中国经济-大变局下的可持续发展（套装共10册）

电子书编辑：张畅
版权经理：王文嘉

出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书

出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

版权所有 · 侵权必究
投稿邮箱：tougao@citicpub.com

中信出版社官网：http://www.citicpub.com/;
官方微博：http://weibo.com/citicpub;